

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației noiembrie 2025

Anul XXI, nr. 82

Raport asupra inflației

Noiembrie 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 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 este 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 12 noiembrie 2025, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 31 octombrie 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
Casetă. Comportamentul de stabilire a prețurilor bunurilor în contextul modificării cotelor TVA	19
2. Evoluții ale activității economice	23
1. Cererea și oferta	23
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	30
2.1. Prețurile de import	30
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	31
3. Politica monetară și evoluții financiare	34
1. Politica monetară	34
2. Piețe financiare și evoluții monetare	39
2.1. Ratele dobânzilor	39
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	42
2.3. Moneda și creditul	44
4. Perspectivele inflației	47
1. Scenariul de bază	48
1.1. Ipoteze externe	48
1.2. Perspectivele inflației	50
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	54
2. Riscuri asociate proiecției	60
Abrevieri	63
Lista tabelelor din text	64
Lista graficelor din text	64

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC a accelerat semnificativ în trimestrul III 2025, ajungând la 9,88 la sută în luna septembrie, de la 5,66 la sută în iunie și depășind cu 0,7 puncte procentuale nivelul anticipat în *Raportul* precedent. Această creștere abruptă a fost determinată de suprapunerea a două șocuri majore de natura ofertei – eliminarea plafoanelor pentru tarifele la energia electrică, la 1 iulie, cu o contribuție de circa 2,3 puncte procentuale la rata anuală a inflației și majorarea cotelor TVA și a accizelor, la 1 august, cu un impact de aproximativ 2 puncte procentuale. Aceste șocuri au fost accentuate de persistența la niveluri încă ridicate a dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă în sectoare economice relevante (industria alimentară și servicii), dar și de creșterea anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt în lunile iulie și august. În sens invers, prețurile alimentelor cu volatilitate ridicată și cele ale carburanților s-au situat sub nivelurile proiectate anterior, pe fondul ieftinirilor sezoniere în cazul primei categorii și al transmisiei incomplete a majorării cotei TVA și a accizelor în cazul celei de a doua. Totodată, pe parcursul trimestrului III, deficitul de cerere s-a amplificat vizibil, semnalând acumularea unor efecte restrictive ale măsurilor fiscale asupra dinamicii cererii interne. Rata medie anuală a inflației IPC (metodologie națională) a crescut la 6,1 la sută, iar cea armonizată (IAPC) la 5,9 la sută, extinzând ecartul față de media europeană la 3,4 puncte procentuale în luna septembrie.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a urcat considerabil în trimestrul III, până la 8,1 la sută în luna septembrie, de la 5,6 la sută în iunie. Creșterea a fost determinată în principal de scumpirea alimentelor procesate și a serviciilor de piață, segmente care au înregistrat majorări de peste 2 puncte procentuale în luna august, ca urmare a transpunerii modificărilor fiscale și a presiunilor suplimentare generate de creșterea costurilor, inclusiv a celor cu energia electrică, nou-conturate. Prețurile produselor alimentare procesate s-au stabilizat ulterior, menținând o rată anuală de 8,1 la sută în septembrie, în timp ce serviciile au continuat să accelereze până la 10,1 la sută, cea mai ridicată valoare din ultimul an și jumătate. Comportamentul firmelor din servicii a reflectat majorările de obicei mai ample operate de acestea; în același timp, frecvența tipic mai redusă de ajustare a tarifelor a favorizat un transfer mai consistent al presiunilor acumulate anterior, în contextul rigidității costurilor salariale și al concurenței relativ limitate din acest sector. În schimb, bunurile nealimentare au înregistrat o creștere mai moderată, până la 6,7 la sută în septembrie, de la 5,1 la sută în iunie, pe fondul unei transmisii graduale a majorărilor de impozite indirecte și, respectiv, al intensificării unor efecte sezoniere, în special la articolele de îmbrăcăminte și încălțăminte, odată cu debutul sezonului rece. În paralel, anticipațiile inflaționiste pe termen scurt au atins în august niveluri similare celor din perioada crizei energetice din 2022, înainte de a se modera ușor în septembrie.

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a temperat semnificativ, de la 8,8 la sută în trimestrul I până la 5,8 la sută în trimestrul II 2025, pe fondul diminuării dinamicii anuale a remunerării, în timp ce productivitatea muncii a consemnat o relativă stabilizare. O evoluție similară a urmat și rata anuală de creștere a costului salarial unitar din industrie, aceasta coborând la 10,7 la sută în trimestrul II și la 7,7 la sută în iulie-august. În structură, peisajul este mixt, variații anuale înalte ale ULC, de peste 16 la sută în intervalul iulie-august, fiind observate în ramuri precum industria alimentară, cea ușoară și cea de prelucrare a lemnului, în timp ce industria auto, metalurgia și producția de echipamente electrice au consemnat ritmuri de creștere sub nivelul agregat.

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

În ședința din 8 august 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*). Pe ansamblul trimestrului II 2025, rata anuală a inflației a crescut mai mult decât s-a anticipat, sub influența scumpirii alimentelor, îndeosebi a fructelor – inclusiv pe fondul condițiilor meteorologice nefavorabile pe plan regional –, în timp ce noua creștere de dinamică consemnată în acest interval de prețurile energiei a fost mai mult decât contrabalansată de evoluția de sens opus de pe segmentul produselor din tutun. La rândul ei, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a întrerupt din nou trendul descendent în trimestrul II 2025, mărindu-se la 5,6 la sută în iunie, de la 5,2 la sută în martie. Ascensiunea a decurs din majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare și din transferarea treptată asupra unor prețuri de consum a costurilor salariale ridicate, precum și din creșterea așteptărilor inflaționiste pe termen scurt și a cursului de schimb leu/euro, a căror acțiune a fost în mică măsură atenuată de efecte de bază dezinflaționiste și de tendința descendentă a dinamicii prețurilor importurilor.

Incertitudini continuau să fie asociate măsurilor care urmau a fi probabil adoptate în perspectivă în scopul continuării consolidării bugetare în conformitate cu Planul bugetar-structural național pe termen mediu convenit cu CE și cu procedura de deficit excesiv. Incertitudini și riscuri însemnate la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau să provină din mediul extern, în condițiile războiului din Ucraina și ale situației din Orientul Mijlociu, dar mai cu seamă în contextul tensiunilor comerciale globale – de natură să afecteze mersul economiei mondiale și al comerțului internațional –, precum și pe fondul efectelor potențial generate de acordul comercial convenit între SUA și UE. În această conjunctură, absorbția și utilizarea la maximum a fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, sunt esențiale pentru contrabalansarea parțială a efectelor contracționiste ale consolidării bugetare și ale conflictelor geopolitice/comerciale, precum și pentru realizarea reformelor structurale necesare, inclusiv a tranziției energetice. Relevante rămâneau, de asemenea, deciziile de politică monetară ale BCE și Fed, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

Ulterior, rata anuală a inflației a crescut în iulie 2025 la 7,84 la sută, de la 5,66 la sută în iunie, iar în august a urcat la 9,85 la sută, peste nivelul prognozat, în contextul expirării schemei de plafonare a prețului la energia electrică și al majorării începând cu 1 august a cotelor de TVA și a accizelor corespunzătoare pachetului de măsuri fiscal-bugetare adoptat în iulie. Efectele directe tranzitorii ale celor două șocuri inflaționiste succesive pe partea ofertei au afectat prioritar dinamica agregată a componentelor exogene ale IPC, în principal prin creșterea deosebit de amplă a prețului energiei electrice. Concomitent, rata anuală a inflației CORE2 ajustat își accelerase creșterea mai mult decât s-a anticipat, mărindu-se în august la 7,9 la sută, de la 5,6 la sută în iunie. Evoluția reflectă transferarea într-o foarte mare măsură a majorării cotelor de TVA asupra prețurilor de consum, inclusiv pe fondul rezilienței cererii pe anumite segmente și al nivelului crescut al așteptărilor inflaționiste pe termen scurt. Influențe suplimentare moderate veneau din mărirea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare și din dinamica încă ridicată a costurilor salariale, precum și din efectele indirecte ale scumpirii energiei electrice și combustibililor. La rândul său, activitatea economică își accelera semnificativ creșterea în trimestrul II 2025, la 1,2 la sută, după încetinirea acesteia la 0,1 la sută în precedentele trei luni (variație trimestrială), evoluție care făcea probabilă o adâncire mai modestă a deficitului de cerere agregată pe ansamblul intervalului comparativ cu cea anticipată. Față de aceeași perioadă a anului trecut, avansul PIB își stopase descreșterea în trimestrul II 2025, menținându-se la 0,3 la sută. Cererea internă își accentuase însă pierderea de ritm, în condițiile în care dinamica anuală a formării brute de capital fix reintrase ușor în teritoriu negativ, după saltul amplu consemnat în trimestrul anterior, iar cea a consumului gospodăriilor populației înregistra o nouă scădere, însă doar marginală. În schimb, evoluția exportului net își reducea considerabil impactul contracționist în trimestrul II 2025, ca urmare a divergenței conturate între continuarea creșterii dinamicii anuale a volumului exporturilor de bunuri și servicii și scăderea notabilă consemnată de cea a volumului importurilor. Pe acest fond, deficitul comercial și cel de cont curent își încetineau puternic creșterea în termeni anuali, în cel din urmă caz și cu aportul ameliorării balanței veniturilor secundare.

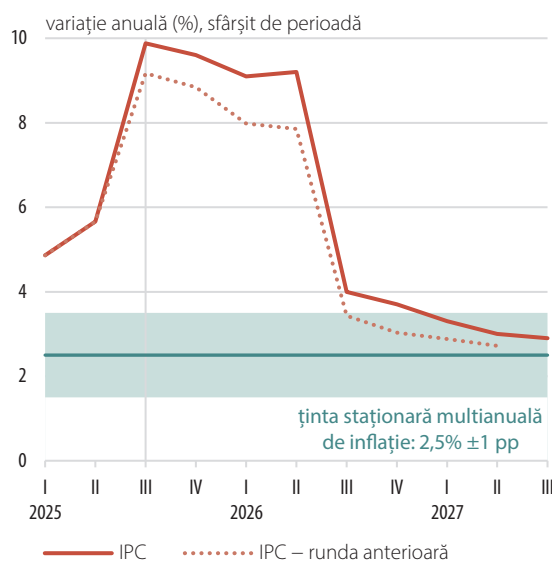
La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 8 octombrie 2025, noile evaluări relevau perspectiva ajungerii ratei anuale a inflației pe un platou la finele trimestrului III 2025 și a descreșterii foarte lente a acesteia în următoarele trei luni, pe fondul efectelor tranzitorii peste așteptări exercitate de expirarea la 1 iulie a schemei de plafonare a prețului la energia electrică și de majorarea începând cu 1 august a cotelor de TVA și a accizelor.

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 8 octombrie 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 ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

Perspectivile inflației

Contextul economic internațional continuă să fie marcat de un nivel ridicat de incertitudine, iar redresarea globală se desfășoară într-un ritm lent și inegal. Estimări recente indică pentru anul 2026 o creștere a economiei mondiale ușor peste 3 la sută, susținută în principal de economiile emergente, care își vor menține un ritm

Proгноza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

de expansiune mai ridicat, în timp ce numeroase economii avansate vor continua să înregistreze evoluții modeste sau chiar ușoare contracții. În ansamblu, economiile din Europa Centrală și de Est își păstrează o traiectorie de creștere pozitivă, însă în unele state – unde sunt necesare ajustări structurale și fiscale mai ample – redresarea este temporar afectată de măsurile de corecție, care amplifică presiunile inflaționiste și frânează ritmul activității economice.

În Statele Unite, Rezerva Federală a operat două reduceri succesive ale ratei dobânzii de politică monetară, în contextul înrăutățirii semnalelor de pe piața muncii. În zona euro, activitatea economică a rămas modestă, iar sondajele de încredere și indicatorii de sentiment confirmă stagnarea industriei prelucrătoare și cererea extracomunitară slabă, inclusiv dinspre economiile emergente.

Deși Banca Centrală Europeană semnalează o atenuare treptată a presiunilor inflaționiste, în contextul ciclului de reducere graduală a ratelor dobânzilor, inflația de bază – în special cea aferentă serviciilor – se menține la niveluri ridicate, indicând o convergență lentă către țintă.

La nivel global, dezinflația rămâne frânată de factori de ordin mai persistent: reconfigurarea fluxurilor comerciale pe fondul tendințelor protecționiste, volatilitatea prețurilor la energie și impactul condițiilor climaterice asupra producției agricole. În consecință, deși inflația de la nivel mondial este așteptată să scadă gradual, balanța riscurilor rămâne preponderent orientată în sensul unor abateri în sus, venind în special dinspre prețurile alimentelor și cele ale energiei – sensibile la șocuri comerciale, geopolitice și climatice –, având, în plus, efecte transfrontaliere pronunțate.

Pe plan intern, în scenariul de bază actual, rata anuală a inflației IPC este proiectată pe o traiectorie descendentă pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză, ulterior creșterilor abrupte din trimestrul III 2025, generate de liberalizarea pieței de energie electrică, în iulie, și de majorarea amplă a impozitelor indirecte, în august. Ca urmare a acestor șocuri, rata inflației a urcat în septembrie la 9,88 la sută, nivel care marchează vârful perioadei analizate, urmând să se reducă lent până la 9,6 la sută în luna decembrie. Niveluri ridicate ale inflației vor persista până la jumătatea anului viitor, urmând ca, odată cu ieșirea din baza de raportare a șocurilor recente, rata anuală

să se reducă semnificativ – cu aproximativ 5 puncte procentuale în trimestrul III 2026. Ulterior, procesul dezinflaționist va fi sprijinit de adâncirea deficitului de cerere și de temperarea treptată a așteptărilor inflaționiste. În aceste condiții, rata anuală a inflației IPC este estimată la 3,7 la sută la sfârșitul anului 2026, revenind în intervalul țintei în primul trimestru din 2027 și coborând la circa 2,9 la sută în trimestrul III 2027. Comparativ cu proiecția din *Raportul* din august 2025, noua traiectorie se situează pe o curbă superioară pe întreg intervalul de prognoză: cu 0,8 puncte procentuale la finele anului curent, cu 0,7 puncte procentuale în decembrie 2026 și cu 0,3 puncte procentuale în trimestrul II 2027 – orizontul de prognoză aferent *Raportului* precedent. Această revizuire reflectă, în principal, o reevaluare ascendentă a inflației de bază și o subestimare a efectului liberalizării pieței de energie electrică, doar parțial compensate de o transmisie mai redusă decât cea anticipată a majorării TVA asupra prețurilor combustibililor și alimentelor volatile (LFO).

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a accelerat puternic în trimestrul III 2025, ajungând la 8,1 la sută în septembrie, cu 2,5 puncte procentuale peste nivelul din iunie și cu 1 punct procentual peste proiecția anterioară. În continuare, variabila este proiectată pe o traiectorie descendentă, pe fondul efectelor cumulativ dezinflaționiste ale consolidării fiscale, ale adâncirii *gapului* PIB în teritoriu negativ și ale disipării treptate a șocurilor inflaționiste din vara anului 2025. Pe termen mediu, cererea internă rămâne modestă, afectată de evoluția veniturilor reale – inclusiv pe fondul încetinirii dinamicii salariilor – și de nivelul încă ridicat al costurilor de producție. Rata inflației CORE2 ajustat este proiectată la 8,1 la sută la sfârșitul anului 2025, la 3,8 la sută în decembrie 2026 și la 2,3 la sută în trimestrul III 2027. Față de scenariul anterior, traiectoria actualizată este mai ridicată pe tot intervalul prognozei: cu 1,3 puncte procentuale în decembrie 2025, cu 1,1 puncte procentuale în decembrie 2026 și cu 0,4 puncte procentuale în trimestrul II 2027. Revizuirea reflectă atât persistența mai ridicată a inflației de bază în contextul șocurilor recente de ofertă, cât și reevaluarea ascendentă a anticipațiilor inflaționiste, în special a celor pe termen scurt.

Prognoza actualizată a creșterii economice pentru România în perioada 2025-2026 evidențiază impactul semnificativ al măsurilor succesive de consolidare fiscală, care vor continua să frâneze cererea internă și să atenueze ritmul activității economice. În comparație, influențele venite dinspre cererea externă și condițiile monetare reale vor rămâne, cel puțin pe termen scurt, de importanță secundară. După o evoluție peste așteptări în trimestrul II 2025, economia este anticipată să intre într-o fază de încetinire vizibilă în a doua jumătate a anului, pe fondul adâncirii *gapului* PIB în teritoriu negativ ca urmare a intensificării caracterului restrictiv al impulsului fiscal.

În structură, se conturează o tranziție graduală a surselor de creștere economică, de la o dinamică bazată preponderent pe consum către una susținută în principal de investiții. Reducerea venitului disponibil real, generată atât de înghețarea salariilor și pensiilor, cât și de creșterea impozitelor indirecte și eliminarea plafoanelor la prețurile energiei, va eroda puterea de cumpărare a gospodăriilor și va tempera, astfel, cererea de consum. În aceste condiții, consumul privat – principalul motor al avansului PIB în 2024 – este estimat să aibă o contribuție doar marginal pozitivă în 2025 și 2026.

Formarea brută de capital fix este estimată să devină principalul determinant al creșterii economice. În opoziție cu ipotezele din runda anterioară și în concordanță cu informațiile din rectificarea bugetară din luna septembrie, volumul investițiilor publice a fost revizuit în sens ascendent. Totuși, efectul favorabil al acestei revizuii va fi parțial contrabalansat de ritmul mai lent de absorbție a fondurilor europene, în special a celor aferente programului PNRR, cu termen de eligibilitate luna august 2026. Pe termen mediu, perspectivele investiționale vor depinde crucial de consolidarea încrederii mediului de afaceri și de capacitatea autorităților de a accelera implementarea proiectelor finanțate din fondurile europene aferente cadrului financiar multianual 2021-2027.

Corecția cererii interne, determinată de temperarea consumului și de moderarea ritmului investițiilor, este de așteptat să contribuie la ajustarea treptată a dezechilibrelor externe. O cerere internă mai scăzută va reduce dependența de bunuri importate, favorizând îmbunătățirea balanței comerciale și, implicit, a deficitului de cont curent. În paralel, exporturile sunt anticipate să își continue creșterea într-un ritm modest, în concordanță cu redresarea doar graduală și pe termen mediu a cererii adresate de principalele economii ale Uniunii Europene. În acest context, contribuția exportului net la formarea PIB ar putea deveni pozitivă pe parcursul anului 2026. Totuși, persistența unor factori structurali – precum competitivitatea externă relativ redusă, infrastructura de transport deficitară sau specializarea exporturilor în sectoare cu valoare adăugată relativ scăzută – va continua să limiteze amploarea și viteza procesului de ajustare externă. În acest context, corecția dezechilibrelor externe este anticipată să urmeze o traiectorie lentă, dar sustenabilă pe termen mediu.

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.

Balanța riscurilor la adresa traiectoriei proiectate a inflației rămâne înclinată în sens ascendent, chiar și în contextul în care scenariul de bază integrează deja o reevaluare în sens crescător a ratei inflației. Persistența unor incertitudini ridicate, atât pe plan intern, cât și extern, menține posibilitatea apariției unor noi presiuni asupra prețurilor în perioada următoare, în special prin canalele fiscale, energetice și climatice. Totodată, efectele de durată ale măsurilor de consolidare fiscală și de liberalizare a prețurilor – atât cele deja implementate, cât și cele anticipate – rămân dificil de cuantificat.

Pe plan intern, cele mai importante riscuri la adresa evoluției inflației provin din sfera deciziilor administrative și a celor de politică fiscală, într-un context în care procesul inflaționist continuă să fie unul marcat de persistență. Astfel, expirarea schemei de plafonare a prețurilor la gaze naturale, prevăzută pentru luna aprilie 2026, reprezintă un punct de inflexiune important: liberalizarea completă a pieței ar putea genera creșteri apreciable ale prețului acestui bun energetic. Amplitudinea eventualelor majorări va depinde de o serie de factori, și în special de condițiile prevalente la momentul respectiv pe piețele internaționale de energie. Într-un context marcat de

fluctuații tot mai pronunțate ale cotațiilor, nu poate fi exclusă o creștere a volatilității pe piața energetică, cu posibile efecte de propagare și asupra funcționării pieței interne și, respectiv, a stabilității prețurilor.

În paralel, eliminarea plafonului aplicat adaosului comercial la alimentele de bază, prevăzută, de asemenea, pentru luna aprilie 2026, ar putea genera presiuni inflaționiste suplimentare, mai ales într-un context în care lanțurile de aprovizionare rămân vulnerabile la factori perturbatori multipli. Pe lângă efectul direct al eliminării plafoanelor, transmisia către prețurile finale ar putea fi amplificată de eventuale decizii de recalibrare a marjelor de profit de către companii, după aproape trei ani de funcționare sub constrângerile impuse de schema de plafonare. Totodată, amploarea efectului va depinde de condițiile de cerere de la momentul ridicării acestor plafoane, implicit de capacitatea pieței de a absorbi noile niveluri rezultate de prețuri.

În plan fiscal, incertitudinile rămân semnificative, vizând atât conținutul și calendarul celui de al treilea pachet de ajustare bugetară – orientat spre reforma administrației publice –, cât și eventuale modificări punctuale ale cotelor de TVA, de pildă în sectorul HoReCa. În cazul implementării unor asemenea măsuri, transmisia acestora în prețurile finale ar putea fi relativ amplă, prin mecanisme similare celor observate anterior, într-un context în care firmele își ajustează structura de costuri și prețuri pentru a-și conserva viabilitatea economică. Totodată, gradul ridicat de incertitudine cu privire la calibrarea, secvențializarea și eficiența măsurilor fiscale reclamă o monitorizare atentă a impactului acestora asupra activității economice și a ratei inflației. În acest sens, nu poate fi exclus un efect mai puternic contracționist al acestor măsuri asupra activității economice, în special, cum este cazul economiei românești, dacă procesul de consolidare se suprapune unei cereri interne aflate deja într-un proces de încetinire. O astfel de evoluție s-ar putea reflecta, în cele din urmă, și asupra dinamicii variabilelor bugetare – fie prin venituri fiscale mai reduse decât cele prognozate, fie prin apariția unor presiuni suplimentare asupra anumitor categorii de cheltuieli –, în funcție de sensibilitatea economiei la noile condiții fiscale.

Pe termen mediu, riscuri inflaționiste suplimentare pot proveni din sfera tranziției energetice și a politicilor de decarbonizare, în contextul extinderii treptate a mecanismelor europene de taxare a emisiilor de carbon. Unul dintre instrumentele aflate recent în atenția autorităților europene este schema ETS2 – cu aplicabilitate asupra sectorului clădirilor și transportului rutier –, a cărei intrare în vigoare este prevăzută, în mod provizoriu, pentru anul 2028. Deși acest moment se situează, formal, în afara orizontului de opt trimestre al proiecției curente, el conține, totuși, informații relevante pentru analizele prospective ale băncii centrale, având potențiale implicații asupra formulării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și lung. Astfel de măsuri ar putea genera presiuni asupra prețurilor la energie și, indirect, asupra costurilor de producție în industriile cu intensitate energetică ridicată, cu posibile efecte de propagare inclusiv asupra dinamicii viitoare a ratei inflației.

În același timp, piața muncii poate reprezenta o potențială sursă suplimentară de presiuni inflaționiste, în condițiile menținerii unor rigidități structurale și a deficitului de forță de muncă în anumite sectoare. Majorarea salariului minim, alături de eventuale

revendicări salariale în domeniile cu dezechilibre între cererea și oferta de personal calificat ar putea genera presiuni suplimentare asupra costurilor companiilor. Totuși, materializarea unui asemenea risc va depinde în mare măsură de evoluția activității economice, anticipată să încetinească pe fondul măsurilor de consolidare fiscală. În plus, capacitatea firmelor de a acomoda creșteri salariale va fi eterogenă și va depinde de soliditatea financiară, productivitatea muncii și gradul de concurență specifice fiecărei firme sau domeniu. În acest context, o ajustare sustenabilă a salariilor presupune identificarea unui echilibru între necesitatea protejării veniturilor angajaților și menținerea competitivității economice generale, astfel încât presiunile de cost să nu se traducă într-o accelerare persistentă a ratei inflației.

Pe plan extern, tensiunile geopolitice și comerciale mențin un climat ridicat de incertitudine, deși acordul comercial recent dintre Statele Unite și China a redus temporar riscurile asociate unei escaladări a conflictelor între marile blocuri economice. Totuși, rămâne posibilă o volatilitate ridicată a piețelor de materii prime, având în vedere inclusiv reacțiile diverse de adaptare din partea economiilor dezvoltate – de exemplu, decizia recentă a SUA de a accelera achiziția unor materii prime critice, în vederea refacerii stocurilor. Aceste evoluții pot genera oscilații în prețurile materiilor prime și pot afecta costurile de producție la nivel global. În paralel, o eventuală slăbire suplimentară a activității economice în zona euro, în special în Germania – principalul partener comercial al României –, ar putea reduce cererea externă și încetini ritmul de corecție a dezechilibrelor externe. În sens opus, o reorientare a fluxurilor comerciale asiatice către piața europeană, de asemenea ca urmare a unor re poziționări strategice, ar putea genera efecte dezinflaționiste temporare, contribuind la probabile ameliorări parțiale ale deficitului balanței comerciale.

În ansamblu, contextul intern și extern continuă să fie marcat de un nivel ridicat de incertitudine. Materializarea concomitentă a mai multor riscuri – de natură fiscală, energetică, pe piața muncii sau de ordin geopolitic – ar putea genera deviații semnificative ale inflației față de traiectoria anticipată în scenariul de bază. Evoluția ulterioară a acesteia va depinde în mare măsură de coerența și predictibilitatea mixului de politici economice, de capacitatea autorităților de a consolida credibilitatea procesului de ajustare fiscală și de menținerea unui grad adecvat de ancorare a așteptărilor inflaționiste pe termen mediu.

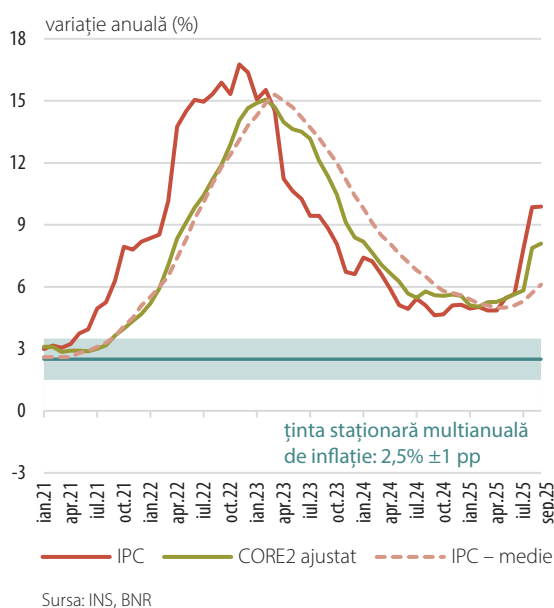
Decizia de politică monetară

Data fiind înrăutățirea perspectivei inflației, mai ales pe termen scurt, pe fondul efectelor directe tranzitorii peste așteptări exercitate de expirarea la 1 iulie a schemei de plafonare a prețului la energia electrică și de majorarea începând cu 1 august a cotelor de TVA și a accizelor, și având în vedere riscurile și incertitudinile asociate noilor previziuni, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 12 noiembrie 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 a accelerat substanțial în trimestrul III 2025, atingând 9,88 la sută în luna septembrie (+4,22 puncte procentuale față de iunie), sub acțiunea conjugată a două șocuri puternice de natura ofertei: eliminarea plafoanelor pentru tarifele la energia electrică în iulie și modificarea unor coordonate fiscale (creșteri ale cotelor TVA și ale accizelor) în august. Aceste șocuri s-au suprapus unor dinamici încă ridicate ale costurilor unitare cu forța de muncă (în special în industria alimentară și în serviciile private) și efectelor indirecte, prin intermediul prețurilor de producție, generate de renunțarea la plafoanele aplicate tarifelor la electricitate pentru consumatorii noncasnici. Menținerea anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt pe un trend ascendent în iulie-august a susținut, la rândul său, accelerarea inflației. Pe acest fundal, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a urcat la 8,1 la sută în luna septembrie, față de 5,6 la sută la sfârșitul trimestrului II (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației

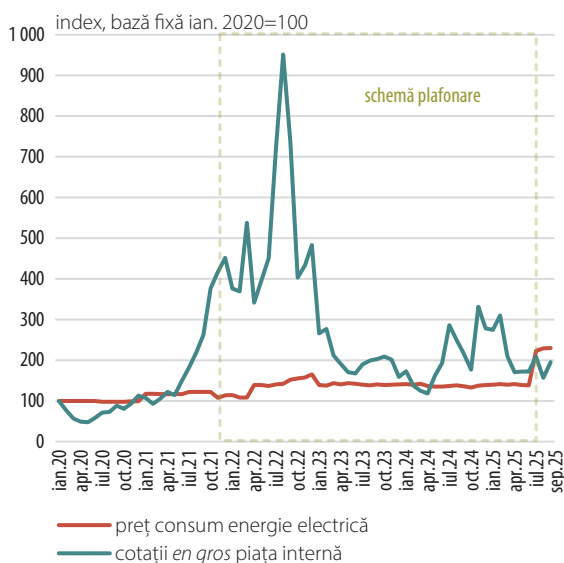


Primul șoc inflaționist s-a manifestat la 1 iulie, atunci când au fost eliminate plafoanele pentru tarifele la energia electrică (Grafic 1.2). Această modificare a determinat o creștere a prețului mediu de consum pentru electricitate de 61,6 la sută în termeni lunari (cu o contribuție de aproximativ 2,3 puncte procentuale la rata anuală a inflației IPC), în contextul în care majoritatea furnizorilor au oferit consumatorilor casnici tarife de peste 1,5 lei/kWh (față de plafoanele de 0,68 lei/kWh, 0,8 lei/kWh, respectiv 1,3 lei/kWh). Oferte comparabile au primit și consumatorii noncasnici, care au fost de asemenea vizați de eliminarea plafoanelor¹, ceea ce a generat unele presiuni probabil transmise deja în prețurile finale, având în vedere cumulul de șocuri inflaționiste din perioada recentă.

Cel de al doilea șoc s-a produs în luna august și a presupus încorporarea în prețuri a modificărilor fiscale, respectiv creșterea cotelor TVA (estimându-se un coeficient de transmisie agregat de circa 85 la sută) și a accizelor. Acestea au fost transmise în mare măsură la nivelul prețurilor de consum în aceeași lună, cu un impact de aproximativ 2 puncte procentuale asupra ratei anuale a IPC, dar au generat ecouri și în luna septembrie.

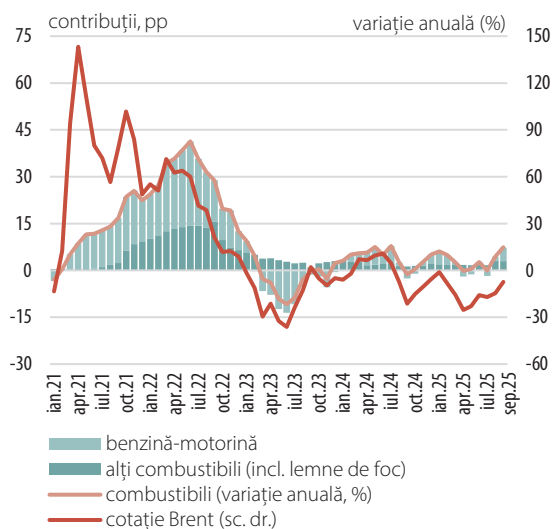
¹ Stabilite la maximum 1,3 lei/kWh pentru majoritatea agenților economici, respectiv 1 leu/kWh pentru 85 la sută din consumul lunar al IMM și producătorilor din industria alimentară

Grafic 1.2. Prețul energiei electrice



Sursa: INS, OPCOM, calcule BNR

Grafic 1.3. Cotația țițeiului și prețul combustibililor



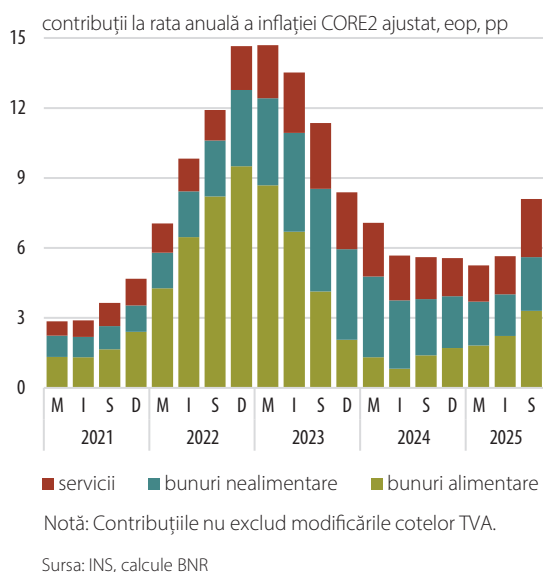
Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

În structură, comportamentul agenților economici a fost unul eterogen. Astfel, există segmente unde transmisia a fost incompletă, așa cum este cazul combustibililor (Grafic 1.3). Dacă pentru carburanți motivația a fost probabil legată de riscul descurajării cererii, dat fiind faptul că șocul de la nivelul prețurilor a vizat atât majorarea accizelor, cât și pe cea a cotei TVA, pentru lemnele de foc creșterile de preț sunt, de regulă, implementate în preajma debutului sezonului rece, atunci când și cererea se extinde. Acest comportament din partea comercianților de profil, alături de evoluțiile benigne ale cotației Brent au mai temperat ascensiunea prețurilor pe segmentul mărfurilor energetice, care rămâne însă componenta cu cea mai mare contribuție inflaționistă în trimestrul III.

O transmisie subunitară pare a fi fost înregistrată și în cazul alimentelor cu prețuri volatile, mai cu seamă al legumelor și fructelor, evaluarea fiind însă îngreunată de faptul că modificările fiscale s-au suprapus unei perioade caracterizate de ieftiniri sezoniere. De altfel, grupa LFO a exercitat singura influență dezinflaționistă asupra IPC de-a lungul trimestrului III, prețurile legumelor și fructelor corectându-se ulterior scumpirilor masive care au avut loc în perioada aprilie-iunie.

În contrast, transmisia la nivelul inflației CORE2 ajustat s-a realizat aproape integral, rata anuală a inflației de bază urcând până la 8,1 la sută în luna septembrie (+2,5 puncte procentuale față de iunie), cu aportul substanțial al componentei alimentare și al serviciilor de piață (Grafic 1.4). La nivelul celor două segmente, prețurile au suferit majorări chiar mai ample decât ar fi indicat transpunerea contabilă a modificărilor fiscale, pe fondul caracterului mai

puțin elastic al cererii pentru anumite componente de strictă necesitate (precum produsele alimentare), al absenței concurenței externe în cazul majorității serviciilor și al cererii sezoniere (de exemplu în turism). Suplimentar, ratele de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă, atât pentru industria alimentară (20 la sută în primele opt luni ale anului), cât și în cazul serviciilor private (11 la sută în prima jumătate a anului), au continuat să se plaseze peste media pe economie (variație anuală de circa 7 la sută în ianuarie-iunie 2025); ajustarea pieței muncii la noile condiții economice se realizează, de regulă, mai lent, caracterul mai rigid fiind alimentat de elemente

Grafic 1.4. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat

precum modul de stabilire a salariilor sau tendința de păstrare a personalului în fazele descendente ale ciclului economic. Totodată, creșterea taxelor a generat, probabil, și o serie de efecte secundare, provenind din rotunjirea în sens ascendent a prețului, cu impact amplu dată fiind dimensiunea redusă a șocului comparativ cu majorările de preț realizate în mod curent la nivel microeconomic (Tabel 1.1). Astfel, variația anuală a prețurilor pentru alimentele procesate, dar și cea pentru serviciile de piață au urcat cu peste 2,5 puncte procentuale în august, până la 8,2 la sută, respectiv 9,5 la sută. Ulterior, în timp ce inflația anuală a alimentelor procesate s-a menținut relativ la același nivel în septembrie (8,1 la sută), cea a serviciilor de piață a continuat să accelereze, până la 10,1 la sută la finele trimestrului III. Comportamentul vizibil diferit în cazul operatorilor din servicii rezidă și în particularitățile modului de ajustare a prețurilor,

frecvența de revizuire fiind mai scăzută față de cea a bunurilor, iar creșterea medie mai ridicată (peste 10 la sută; Tabel 1.1). Majorarea cotelor TVA a constituit o oportunitate de încorporare în preț a presiunilor acumulate în timp la nivelul costurilor, amplitudinea mișcării fiind probabil similară comportamentului obișnuit, în timp ce natura generalizată a șocului a antrenat o majorare semnificativă a frecvenței.

Tabel 1.1. Frecvența și amplitudinea modificării prețurilor la nivelul componentelor din coșul CORE2 ajustat

	Alimente procesate	Bunuri nealimentare	Servicii	Servicii*	CORE2 ajustat
Frecvența modificărilor de preț	24,9	17,6	18,4	10,7	20,3
Frecvența creșterilor de preț	15,9	11,6	12,0	7,5	13,0
Frecvența scăderilor de preț	9,0	6,0	6,4	3,1	7,3
Dimensiunea creșterilor de preț (%)	6,2	8,9	10,1	12,4	8,3
Dimensiunea scăderilor de preț (%)	-6,2	-9,8	-9,4	-11,4	-8,4

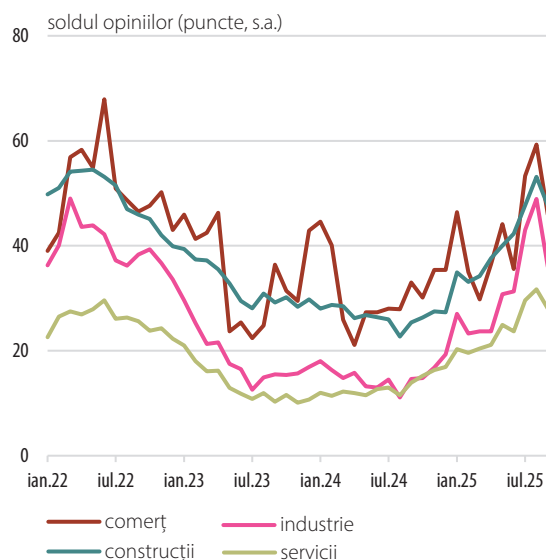
*) cu excepția unor categorii foarte sensibile la fluctuațiile cursului de schimb (de exemplu, telefonie)

Notă: Calculele au fost realizate utilizând o bază de date lunară furnizată de INS, acoperind intervalul ianuarie 2014 – decembrie 2024 (excluzând lunile afectate de modificări ale cotelor TVA). Informația la nivelul CORE2 ajustat și componentelor sale reprezintă o aproximare obținută prin eliminarea din coșul de consum a alimentelor cu prețuri volatile, a bunurilor energetice, a produselor din tutun și a băuturilor alcoolice, precum și a unor servicii cu tarife administrate, în condițiile în care, în ultimul caz, nu au putut fi identificate exact toate categoriile.

Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

În cazul bunurilor nealimentare incluse în inflația de bază CORE2 ajustat, variația anuală a prețurilor a afișat o ascensiune ceva mai temperată, până la 6,4 la sută în august, respectiv 6,7 la sută în septembrie, de la 5,1 la sută la finele trimestrului II. Transpunerea majorărilor de taxe pentru acest segment a avut un caracter gradual,

Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor



Sursa: CE-DG ECFIN

această piață fiind caracterizată de un nivel ridicat al concurenței (inclusiv din import), dar și de o cerere mai elastică, factori a căror relevanță este accentuată de nota generală de temperare a cererii din economie (a se vedea Caseta). De asemenea, comportamentul sezonier de resetare a prețurilor pentru unele produse (precum articolele vestimentare, ale căror prețuri sunt de obicei majorate la începutul toamnei, odată cu apariția noilor colecții și cu debutul anului școlar) a reprezentat, probabil, un motiv în plus pentru amânarea transmisiei creșterii TVA (oferind astfel un impuls suplimentar inflației din luna septembrie).

În acest context, anticipațiile inflaționiste pe termen scurt s-au menținut pe un trend ascendent, acestea urcând în august până la niveluri

comparabile cu cele atinse în 2022 (an în care s-au manifestat pe deplin efectele crizei energetice). În luna septembrie a avut loc, totuși, o ajustare descendentă a acestor anticipații (Grafic 1.5). O tendință similară a fost observată și în cazul așteptărilor pe termen mediu ale analiștilor bancari, rata anuală a inflației anticipate de aceștia pentru intervalul de un an înregistrând un salt în luna iulie, dar revenind în septembrie la un nivel chiar mai redus decât cel de la finele trimestrului II (însă peste limita superioară a intervalului țintei). Valorile aferente orizontului de doi ani au coborât ușor, plasarea acestora în continuare în interiorul intervalului țintei după disiparea efectelor șocului din piața energiei și ale modificărilor fiscale reprezentând un semnal favorabil.

Rata medie anuală a inflației a înregistrat un avans considerabil: indicatorul determinat pe baza metodologiei naționale a urcat la 6,1 la sută, iar cel calculat conform structurii armonizate s-a plasat la 5,9 la sută (+1,0 punct procentual, respectiv +0,6 puncte procentuale comparativ cu finele trimestrului anterior). Drept urmare, ecartul față de media europeană s-a extins până la 3,4 puncte procentuale în septembrie.

Comparativ cu valoarea prognozată în ediția din luna august a *Raportului asupra inflației*, rata anuală a inflației IPC la sfârșitul trimestrului III 2025 a înregistrat un nivel efectiv superior cu 0,7 puncte procentuale. Contribuția dominantă la eroarea de prognoză a revenit inflației de bază CORE2 ajustat, în special segmentului serviciilor de piață, unde majorările de preț au depășit estimările.

Casetă. Comportamentul de stabilire a prețurilor bunurilor în contextul modificării cotelor TVA

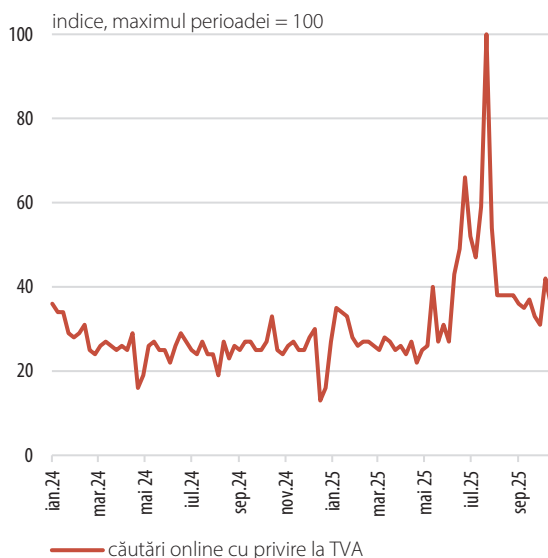
Începând cu 1 august 2025, cotele TVA aplicabile în România au fost revizuite ca parte a procesului de consolidare fiscală; modificările au vizat toate bunurile și serviciile din economie, în cea mai mare parte a cazurilor fiind vorba despre o creștere cu două puncte procentuale. Astfel, cota TVA s-a majorat de la 5 la sută la 11 la sută pentru cărți, manuale școlare, ziare și reviste, lemne de foc și energie termică, de la 9 la sută la 11 la sută pentru bunurile alimentare, medicamente, servicii hoteliere, de catering și restaurant, apă și canalizare, respectiv de la 19 la sută la 21 la sută pentru bunurile nealimentare, băuturile alcoolice, alimentele cu conținut ridicat de zahăr și alte servicii. Această casetă urmărește să deceleze unele particularități ale modului în care prețurile bunurilor (alimentare și nealimentare) au reacționat la intrarea în vigoare a noilor cote TVA, utilizând o bază de date care cuprinde prețuri la nivel de produs individual, preluate din mediul online. Informațiile detaliate facilitează apropierea analizei de mecanismul de stabilire a prețurilor la nivel microeconomic, care în ultimă instanță decurge dintr-o problemă de optimizare a operatorilor: aceștia își fixează prețul căutând echilibrul dintre profitul unitar și cota de piață, în prezența unor șocuri și a unor constrângeri asociate costurilor de meniu și de informare². În acest cadru, frecvența și dimensiunea modificărilor de preț înregistrate reprezintă variabile observabile care oferă informații cu privire la intensitatea fenomenului de resetare a prețurilor în căutarea nivelului optimal, ilustrând modalitatea în care operatorii au gestionat șocul TVA.

Prețurile au fost colectate (aproape) zilnic în perioada martie 2024 – septembrie 2025, iar analiza de față se concentrează pe intervalul simetric de două luni din jurul zilei de 1 august. Baza de date astfel alcătuită include prețurile zilnice a circa 33 000 de produse alimentare (inclusiv alimente cu prețuri volatile și băuturi alcoolice), respectiv un număr similar de bunuri nealimentare, de la trei lanțuri majore de supermarketuri. În ceea ce privește prelucrarea datelor, întrucât nu toate bunurile sunt disponibile spre colectare în fiecare zi, au fost completate unele observații lipsă, doar în cazurile în care un anumit produs a dispărut din baza de date și a reapărut ulterior cu același preț. Dacă acesta a revenit cu un preț diferit, nu s-a intervenit asupra bazei de date, întrucât nu poate fi determinat momentul când schimbarea de preț a avut loc. A fost calculată apoi pentru fiecare bun modificarea procentuală de preț între două zile consecutive în care s-a realizat colectarea și au fost eliminate variațiile zilnice în afara intervalului [-75 la sută, 75 la sută], considerate valori extreme cu semnificație economică limitată (de cele mai multe ori acestea apar ca urmare a erorilor tehnice de colectare).

Din totalul de aproape nouă milioane de observații, puțin peste 250 000 reprezintă modificări efective (nenule) de preț; cu alte cuvinte, circa 2,9 la sută din prețuri se resetează într-o zi tipică. Frecvența de modificare este mai ridicată în cazul alimentelor (aproximativ 3,3 la sută) decât în cazul bunurilor nealimentare (2,4 la sută). Rezultatul este în concordanță cu evaluările obținute pe baza datelor lunare colectate

² Se poate consulta, de exemplu, modelul descris de Alvarez, Lippi și Paciello în lucrarea „Optimal price setting with observation and menu costs”, *The Quarterly Journal of Economics*, 126(4), 2011, pp. 1909-1960.

Grafic A. Interesul online referitor la TVA



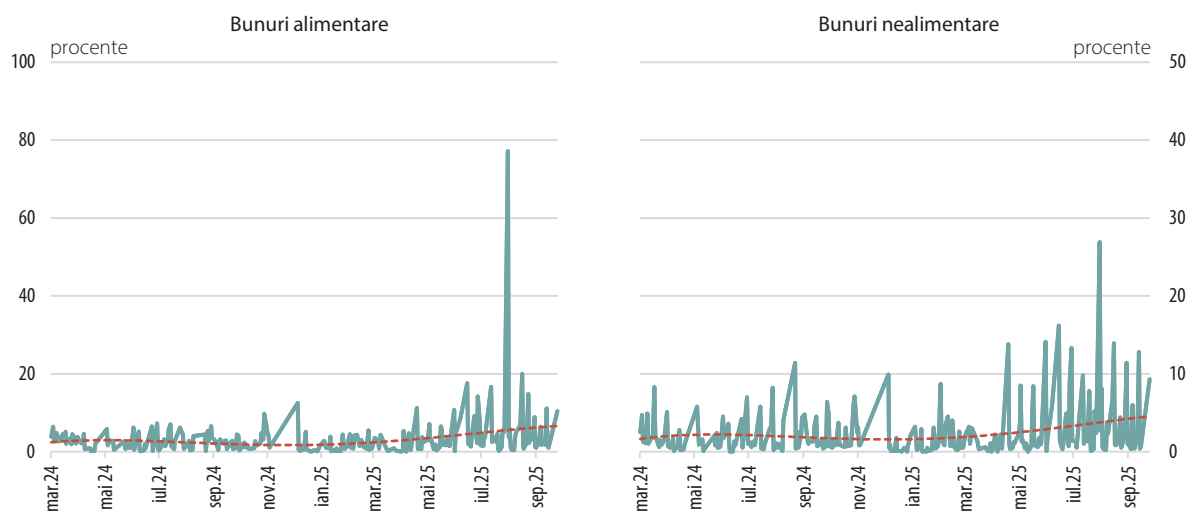
Sursa: Google Trends

de INS, în care prețurile bunurilor alimentare sunt cu circa 50 la sută mai flexibile (Tabel 1.1)³. Referitor la perioada recentă, aceasta se remarcă din perspectiva numărului resetărilor: pentru perioada iunie-septembrie 2025 se obține o frecvență agregată de peste 5 la sută, respectiv 6 la sută pentru alimente și 4,1 la sută pentru bunurile nealimentare.

Diferența nu poate fi atribuită exclusiv evoluțiilor din debutul lunii august, majorarea cotelor TVA având un ecou care depășește dimensiunea contabilă. Pe de o parte, se intuia implementarea unei creșteri a taxelor după încheierea ciclului electoral, având în vedere situația fiscal-bugetară care trebuia adresată cu celeritate, cu toate că maniera de realizare a consolidării fiscale a făcut obiectul unor dezbateri (Grafic A). Pe de altă parte, saltul costurilor cu energia electrică la

1 iulie reverberase deja, într-o oarecare măsură, la nivelul prețurilor de consum. Astfel, incertitudinea economică și șocurile inflaționiste dintr-un spectru diferit au antrenat o modificare a comportamentului operatorilor economici încă din cursul lunii iunie, când procesul de reevaluare a prețurilor în căutarea celui optimal s-a intensificat, după cum relevă majorarea frecvenței de resetare, care denotă re poziționări succesive pe diferite paliere de preț, însoțite de reevaluări ale nivelului adoptat prin raportare la modul în care acționează competitorii (Grafic B).

Grafic B. Frecvența zilnică de modificare a prețurilor



Notă: Tendințele au fost calculate pe baza unei aproximări polinomiale de ordin 4.

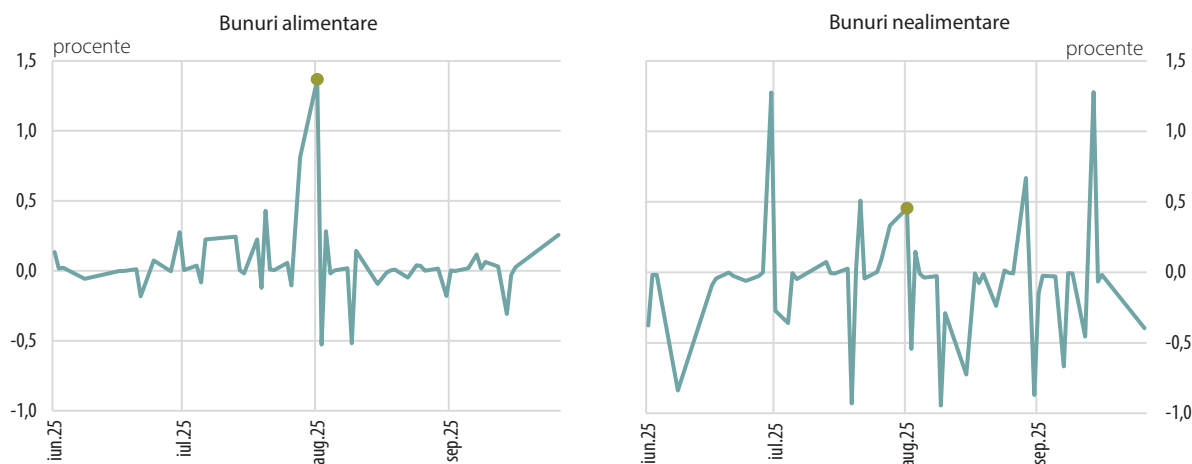
Sursa: web scraping magazine online, calcule BNR

³ Valorile pentru frecvența și amplitudinea medie a modificării prețurilor obținute pe baza datelor INS vor fi diferite de cele corespunzătoare datelor utilizate în cadrul prezentei analize, în contextul deosebirilor care vizează structura eșantionului (din perspectiva produselor și a magazinelor luate în considerare, precum și a perioadei), frecvența seriei (lunară versus zilnică), respectiv frecvența procesului de colectare (decadal sau lunar versus aproape zilnic). Cu toate acestea, după cum s-a văzut, cele două seturi de rezultate ilustrează în mod similar fenomenele economice.

Începutul lunii august a prilejuit transpunerea contabilă a saltului cotei TVA, aceasta fiind regăsită mai clar la nivelul prețurilor alimentelor. Astfel, la acel moment, aproape 80 la sută din bunurile alimentare au consemnat modificări de preț, mediana acestora fiind de 1,77 la sută. Dintre acestea, peste trei sferturi au înregistrat scumpiri între 1,5 la sută și 2 la sută, consistente cu majorarea cotei TVA⁴. Pentru aproximativ 8 la sută dintre produsele care s-au scumpit, dimensiunea variației de preț a fost mai mică decât ar fi justificat creșterea cotei TVA, în timp ce pentru circa 13 la sută dintre acestea s-a înregistrat o ajustare a prețului mai mare decât ar fi sugerat modificarea fiscală menționată. În contrast, doar puțin peste un sfert din bunurile nealimentare și-au revizuit prețul la începutul lunii august. De această dată, aproape 30 la sută dintre scumpiri au fost de peste 2 la sută, în timp ce doar 55 la sută s-au situat în intervalul corespunzător majorării TVA.

Frecvența modificărilor de preț a rămas peste medie și în intervalul ulterior intrării în vigoare a noilor cote. În cazul alimentelor, șocul a avut totuși o amprentă mai localizată: transmisia s-a realizat mai brusc, iar procesul de reevaluare a prețurilor pare să-și fi diminuat intensitatea după luna august. Prețurile produselor nealimentare au continuat să manifeste o volatilitate ridicată până la finele perioadei analizate (analizele de piață ale operatorilor fiind probabil însoțite și de utilizarea unor promoții), sugerând o transmisie graduală a impactului modificărilor fiscale (Grafic C).

Grafic C. Variația zilnică a prețurilor (proxy)



Notă: Indicatorul reprezintă produsul dintre frecvența modificărilor de preț și valoarea mediană a modificărilor nenule (pentru a limita volatilitatea indicatorului, s-a optat pentru utilizarea mediane în loc de medie, rezultatele fiind calitativ similare). Valoarea evidențiată în mod distinctiv corespunde intrării în vigoare a modificărilor la cota TVA.

Sursa: web scraping magazine online, calcule BNR

Evoluțiile sunt consistente cu dinamica indicatorilor agregați. La nivelul inflației de bază, bunurile alimentare s-au scumpit cu 2,5 la sută în august față de luna precedentă, marginal peste ceea ce ar rezulta însumând inflația obișnuită a acestei grupe din ultima perioadă cu efectul majorării cotei TVA. Altfel spus,

⁴ Creșterea TVA de la 9 la sută la 11 la sută se traduce, *ceteris paribus*, într-o scumpire de 1,68 la sută, iar cea de la 19 la sută la 21 la sută într-o majorare de preț de 1,83 la sută.

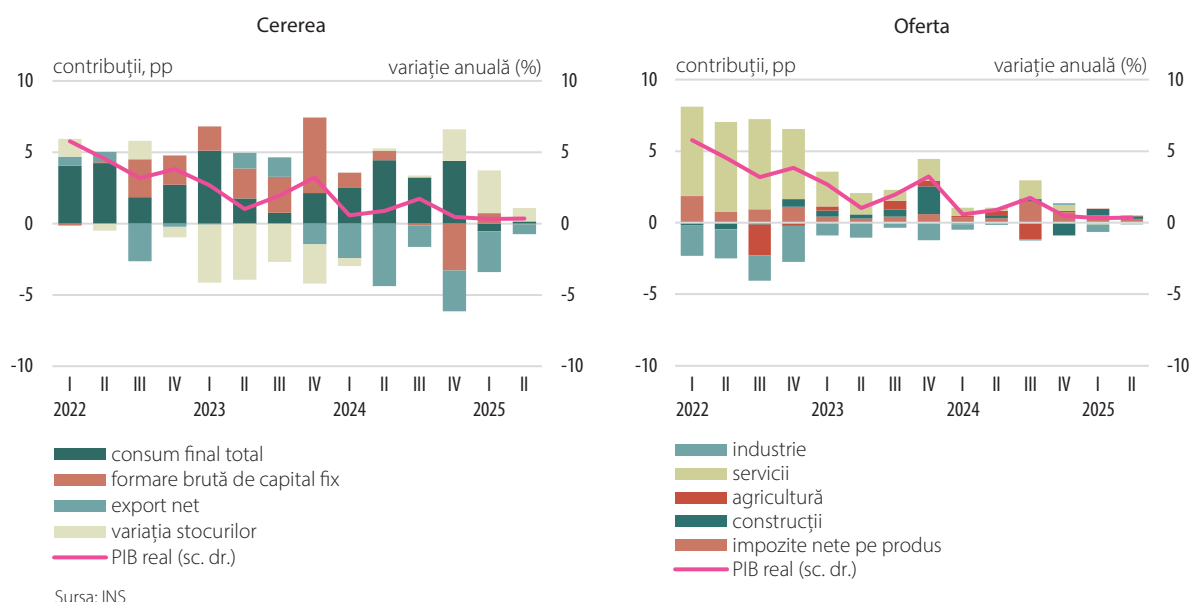
transmisia modificărilor fiscale s-a realizat integral, în cazuri izolate existând o ușoară suprareacție. Pe de altă parte, bunurile nealimentare incluse în inflația de bază au consemnat în august o variație lunară de 1,6 la sută, inferioară dinamicii care ar fi rezultat exclusiv din creșterea cotei TVA. Prin natura lor, acestea din urmă sunt mai puțin susceptibile la o transmisie rapidă a șocurilor exogene de ofertă, având un proces mai complex de fabricație și o intensitate tehnologică mai mare. Însă aceste elemente nu ar trebui, teoretic, să conteze în cazul de față, majorarea cotei TVA afectând toate bunurile într-o manieră similară. De ce se păstrează totuși această diferență de comportament? O explicație ar putea fi aceea că lunile septembrie și octombrie sunt în mod tradițional momentul în care prețurile bunurilor nealimentare înregistrează cele mai ridicate variații sezoniere, ceea ce ar fi putut determina operatorii comerciali să aștepte acest moment pentru a transfera presiunile din perioada recentă, inclusiv pe cele rezultând din modificările fiscale. O explicație complementară ar putea fi legată de practica operării unor scumpiri mai ample în cazul produselor nealimentare (mediana majorărilor de preț pentru întregul eșantion de date se situează la 5,5 la sută pentru alimente și 15,0 la sută pentru produsele nealimentare; datele INS confirmă această tendință, după cum relevă Tabelul 1.1), astfel încât, pentru numeroase bunuri din această categorie, creșterea de preț asociată șocului TVA este prea mică pentru a justifica, singură, costul de meniu.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

Economia României și-a continuat parcursul neconvingător în trimestrul II, ritmul anual plasându-se la +0,3 la sută⁵, similar celui din primele trei luni (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



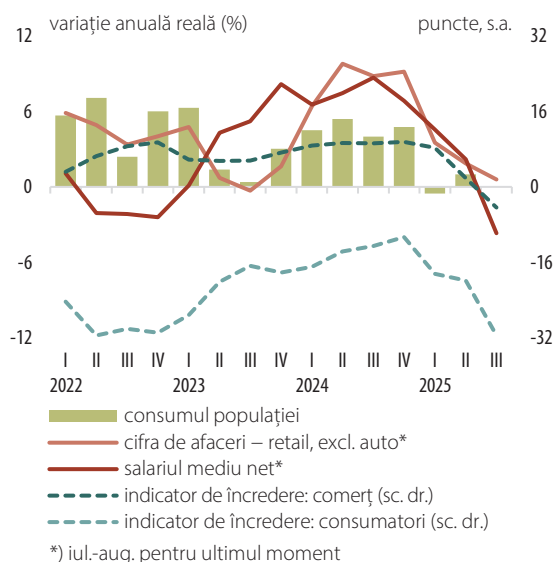
La nivelul ofertei, VAB pe ansamblul economiei a crescut marginal, pe seama menținerii unor dinamici pozitive în agricultură și construcții, în timp ce sectoarele cu ponderea principală în PIB au înregistrat noi scăderi (cu 0,1-0,2 la sută). În cazul industriei, variația negativă s-a atenuat totuși comparativ cu cea din trimestrul I, odată cu revigorarea producției în perioada curentă, în sialul devansării exporturilor europene către SUA în trimestrul I, cauzate de anunțul administrației americane privind majorarea tarifelor comerciale începând din luna aprilie. Absorbția internă și-a temperat creșterea în termeni anuali, cu efect favorabil în planul importurilor, ceea ce, concomitent cu accelerarea exporturilor, a antrenat o îngustare considerabilă a contribuției negative a cererii externe nete la dinamica PIB comparativ cu trimestrul I (de la -2,9 puncte procentuale la -0,7 puncte procentuale).

Consumul populației a consemnat un avans moderat (1 la sută în termeni anuali), care a reflectat menținerea evoluției fragile a veniturilor reale ale populației, precum

⁵ În această secțiune, comentariile privind evoluția în termeni anuali a PIB au la bază seriile de volum exprimate în prețurile trimestrului corespunzător din anul precedent.

și deteriorarea încrederii consumatorilor pe fondul incertitudinilor determinate de modificarea calendarului electoral și de iminența demarării procesului de consolidare fiscală. În aceste condiții, activitatea comercială a înregistrat o atenuare a ratei anuale

Grafic 2.2. Consumul populației



Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

de creștere, până la circa 2 la sută în trimestrul II, imprimată de vânzările de bunuri nealimentare și de comerțul auto. În acest din urmă caz, pe lângă ajustarea cererii în sens descendent ca urmare a atitudinii mai prudente a consumatorilor, asociată deteriorării poziției ciclice a economiei, volumul vânzărilor a fost afectat și de amânarea pentru luna septembrie a lansării Programului de reînnoire a parcului auto (Grafic 2.2).

În perspectivă, cererea de consum va continua probabil să consemneze evoluții modeste, pe fondul erodării puterii de cumpărare a populației (generată de accelerarea ratei anuale a inflației), dar și al unei posibile restrângeri a numărului de angajați în a doua parte a anului 2025. În acest context, indicatorul de încredere a populației s-a redus în trimestrul III până la -31,5 puncte (nivel minim pentru ultimii doi ani și jumătate), în principal pe seama componentelor care vizează poziția

economico-financiară a consumatorilor pentru următoarele 12 luni. O tendință similară se observă și la nivelul agenților economici, așteptări în deteriorare conturându-se în rândul operatorilor din comerțul cu amănuntul, comerțul auto, serviciile HoReCa și activitățile recreative.

În trimestrul II 2025, execuția bugetului general consolidat și-a întrerupt trendul de deteriorare⁶, soldându-se cu un deficit inferior celui din intervalul similar al anului anterior, de 26,1 miliarde lei (1,4 la sută din PIB), față de 27,8 miliarde lei (1,6 la sută din PIB) în 2024. În același timp, deficitul bugetar s-a redus considerabil față de precedentele trei luni, și mai pronunțat decât în ultimii ani, în condițiile în care creșterea veniturilor bugetare totale⁷ – prioritar pe seama încasărilor din veniturile fiscale⁸, îndeosebi a celor din impozitul pe profit^{9,10} – a devansat-o pe cea consemnată de cheltuielile bugetare¹¹, în principal ca urmare a majorării cheltuielilor cu proiectele

⁶ În trimestrul I 2025, execuția bugetului general consolidat s-a finalizat cu un deficit de 43,7 miliarde lei (2,3 la sută din PIB), semnificativ superior celui din perioada similară a anului 2024, de 35,9 miliarde lei (2,0 la sută din PIB).

⁷ Acestea și-au accelerat creșterea anuală reală la 12,1 la sută (de la 1,9 la sută în primul trimestru).

⁸ În același sens a acționat și majorarea veniturilor din contribuții de asigurări.

⁹ Variația anuală reală a acestora a revenit în teritoriu pozitiv, rămânând totuși inferioară valorilor consemnate pe parcursul anului precedent.

¹⁰ Veniturile din TVA s-au mărit, de asemenea, față de trimestrul precedent, reluându-și totodată creșterea în termeni anuali reali.

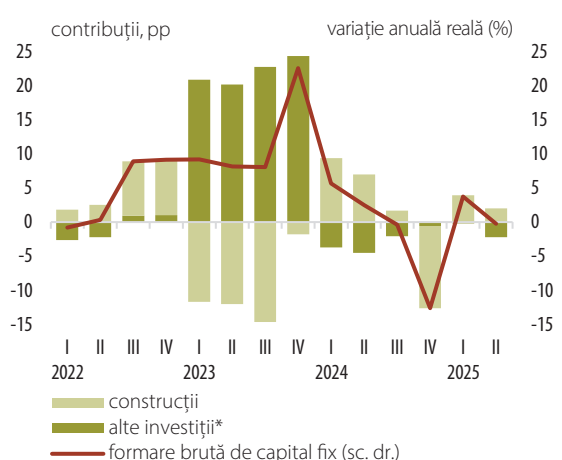
¹¹ Acestea și-au majorat la rândul lor dinamica anuală reală, însă semnificativ mai puțin decât veniturile bugetare totale (la 8,4 la sută, de la 4,9 la sută în trimestrul anterior).

finanțate din fonduri externe nerambursabile¹², cu impact totuși redus asupra soldului bugetar¹³.

În trimestrul III, execuția bugetară a continuat să se amelioreze în raport cu perioada similară a anului trecut, generând un deficit de 32,7 miliarde lei (1,7 la sută din PIB), față de valoarea de 32,6 miliarde lei înregistrată în trimestrul III 2024 (1,9 la sută din PIB).

La finele primelor nouă luni din anul curent, deficitul bugetar a ajuns astfel la valoarea de 102,5 miliarde lei (5,4 la sută din PIB), situată ușor peste cea cumulată în același interval din 2024, de 96,2 miliarde lei (echivalent însă cu 5,5 la sută din PIB).

Grafic 2.3. Investiții



*) mașini și echipamente, inclusiv mijloace de transport achiziționate de companii și instituții publice, cheltuieli pentru active biologice din agricultură, software, R&D, lucrări geologice, cheltuieli pentru servicii asociate transferului de proprietate asupra mijloacelor fixe existente etc.

Sursa: Eurostat, INS, calcule BNR

Dinamica anuală aferentă formării brute de capital fix a devenit ușor negativă (-0,2 la sută), evoluție determinată atât de creșterea mai lentă a investițiilor în construcții (4,1 la sută), cât și de o nouă reducere a achizițiilor care vizează alte categorii de active¹⁴ (-4,3 la sută), Grafic 2.3. Perspectiva pe termen scurt rămâne rezervată, în condițiile în care trenarea activității economice va eroda în continuare profitabilitatea firmelor și, implicit, sursele proprii de finanțare a investițiilor, iar fondurile naționale pentru investiții publice se află sub constrângerea măsurilor de ajustare fiscală. În consecință, este crucială valorificarea resurselor externe nerambursabile, prin creșterea absorbției fondurilor alocate în cadrul PNRR și în cel al CFM 2021-2027 (în ultimul caz, la 30 septembrie rata de absorbție era de numai 18 la sută din alocările totale de fonduri aferente politicii de coeziune), precum și prin orientarea finanțării către proiecte viabile.

Principala provocare pe termen scurt este respectarea calendarului PNRR pentru această toamnă, respectiv deblocarea plății restului de 869 milioane euro din cererea de plată 3 (suspendată până în 25 noiembrie) și depunerea cererii de plată 4, după evaluarea de către CE a variantei revizuite a PNRR. Nu în ultimul rând, consecvența autorităților în procesul de consolidare fiscală și asigurarea unui flux continuu de investiții din fonduri europene sunt de natură a îmbunătăți încrederea investitorilor străini, antrenând astfel majorarea influxurilor de ISD. Deocamdată, în primele opt luni, intrările nete sub formă de participații la capital și profituri reinvestite au crescut cu circa 10 la sută în termeni anuali, rezultat atribuit unor majorări de capital în valoare de aproape 1 miliard euro (valoare netă).

¹² Contribuții suplimentare, dar minore, au avut cheltuielile cu alte transferuri, cele de personal, al căror ritm de creștere anuală reală s-a redus, devenind practic nul, și cele cu bunuri și servicii, care și-au accelerat scăderea în termeni anuali reali. În sens contrar au acționat ușor scăderile înregistrate de poziția alte cheltuieli, de cheltuielile cu asistența socială – a căror dinamică anuală s-a mărit totuși, inclusiv pe fondul sprijinului financiar acordat în aprilie pensionarilor cu venituri reduse (OUG nr. 12/2025) și pe seama efectului de calendar asociat plăților pentru compensarea facturilor aferente consumului de energie electrică și gaze naturale –, precum și de cheltuielile cu proiectele cu finanțare din componenta de împrumut a PNRR.

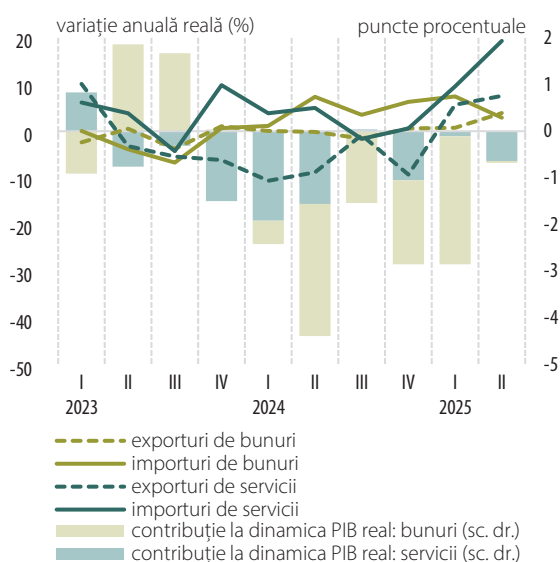
¹³ În condițiile evoluției relativ similare a sumelor primite de la UE

¹⁴ Mașini și echipamente, inclusiv mijloace de transport achiziționate de companii și instituții publice, software, cheltuieli de cercetare, prospecțiuni geologice, investiții în active biologice etc.

Un domeniu care a captat investiții semnificative pe parcursul anului 2025 este cel energetic, proiectele derulate vizând în principal valorificarea potențialului de energie verde, creșterea capacității de stocare a energiei electrice obținute din surse regenerabile, precum și reducerea dependenței de importuri prin extinderea producției locale de baterii de stocare.

Semnale pozitive pe termen scurt se conturează și în sectorul construcțiilor. Astfel, în cazul proiectelor de infrastructură, pentru semestrul II se preconizează intensificarea lucrărilor pentru autostrăzi și drumuri expres comparativ cu prima jumătate a anului, deblocarea unor fonduri de investiții consistente (din surse naționale și europene) în intervalul mai-iunie¹⁵ conferind firmelor de execuție spațiu financiar pentru continuarea lucrărilor pe perioada verii. Totuși, rezultatul pe ansamblul anului va fi cel mult egal cu cel din 2024, prognoza inițială fiind revizuită semnificativ în vara acestui an, pe fondul incertitudinii asociate manierei de finanțare a proiectelor ulterior renegocierii PNRR și rectificării bugetare.

Grafic 2.4. Comerț exterior



Sursa: INS

Atenuarea în trimestrul II a efectului de eroziune imprimat dinamicii anuale a PIB real de cererea externă netă a fost localizată pe segmentul bunurilor, evoluția divergentă a ritmurilor de volum aferente exporturilor și importurilor (accelerare până la 3,9 la sută, respectiv încetinire până la 2,9 la sută) determinând o valoare nulă a contribuției exportului net (Grafic 2.4). În a doua jumătate a anului, trenarea economiei europene va induce probabil doar rate modeste de creștere a exporturilor locale, în timp ce încetinirea absorbției interne va tempera presiunea asupra importurilor.

Ameliorarea situației comerciale s-a datorat în principal balanței materiilor prime agricole și celei energetice. În primul caz, volumul importurilor s-a redus cu circa 19 la sută, o posibilă cauză, de natură logistică, reprezentând-o necesitatea asigurării capacităților de depozitare a producției locale

(inclusiv în vederea exportului), dată fiind perspectiva favorabilă cu privire la recolta pentru culturile de toamnă (cereale păioase și rapiță). În cel de al doilea caz, evoluția a fost atribuită, în bună măsură, unui efect de bază manifestat în sectorul petrolier (revizia unor rafinării importante în perioada martie-mai 2024); totodată, restrângerea în continuare a activității din metalurgie a determinat importuri mai scăzute de cărbune superior și cocs.

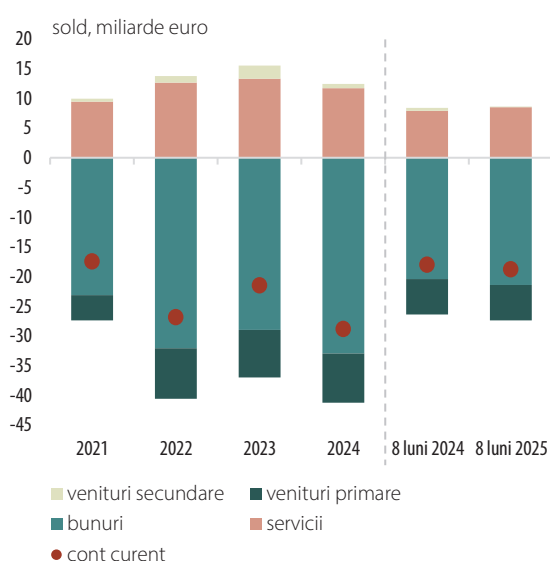
Intensificări ale ritmului anual de creștere a exporturilor au consemnat și bunurile finale. Dincolo de un efect de bază favorabil (cerere externă scăzută cu un an în urmă, pe fondul problemelor cu care se confrunta industria europeană), perioada curentă

¹⁵ Datele privind execuția bugetară indică accelerarea de cinci ori (până la circa 20 la sută, variație nominală) a dinamicii anuale a cheltuielilor de investiții în mai-iunie comparativ cu cea din primele patru luni ale anului.

a marcat o revigorare a exporturilor acestora, mai ales în cazul bunurilor de capital – mașini și echipamente, autovehicule și componente (cele două grupe au înregistrat majorări trimestriale cu 5,6 la sută, respectiv cu 9,2 la sută, ale volumului cifrei de afaceri pentru piața externă, în cel din urmă caz un rol important revenind și extinderii gamei de mașini, inclusiv cu modele cu motorizare hibridă).

În privința importurilor, pierderi de ritm au fost vizibile pentru toate grupele principale de mărfuri – variațiile anuale aferente bunurilor intermediare și de capital s-au menținut încă pozitive (1,3 la sută, respectiv 2,3 la sută), în timp ce pentru bunurile de consum dinamica a devenit negativă (-1,1 la sută)¹⁶.

Grafic 2.5. Contul curent



Sursa: BNR

În semestrul I, volumul importurilor de bunuri s-a majorat mai rapid decât cel al exporturilor de bunuri (+2 la sută față de +1 la sută, variații anuale, potrivit BEC), rezultat căruia i s-a alăturat o înrăutățire a raportului de schimb, ca urmare a creșterii mai lente a valorii unitare a exporturilor comparativ cu cea a importurilor (2,1 la sută față de 3,1 la sută). În consecință, deficitul balanței bunurilor a continuat să se adâncească, situație care s-a înregistrat și în primele opt luni (4,7 la sută, conform balanței de plăți). O deteriorare de amplitudine similară a prezentat și soldul contului curent, o influență suplimentară aparținând contului veniturilor secundare, al cărui surplus a scăzut de cinci ori, în principal pe seama reducerii transferurilor din partea persoanelor nerezidente. În schimb, surplusul contului de servicii s-a majorat (cu 7,5 la sută), evoluția fiind localizată îndeosebi pe segmentul IT&C și pe cel al

transporturilor de mărfuri, dar estompată de adâncirea deficitului din activitatea de turism (Grafic 2.5).

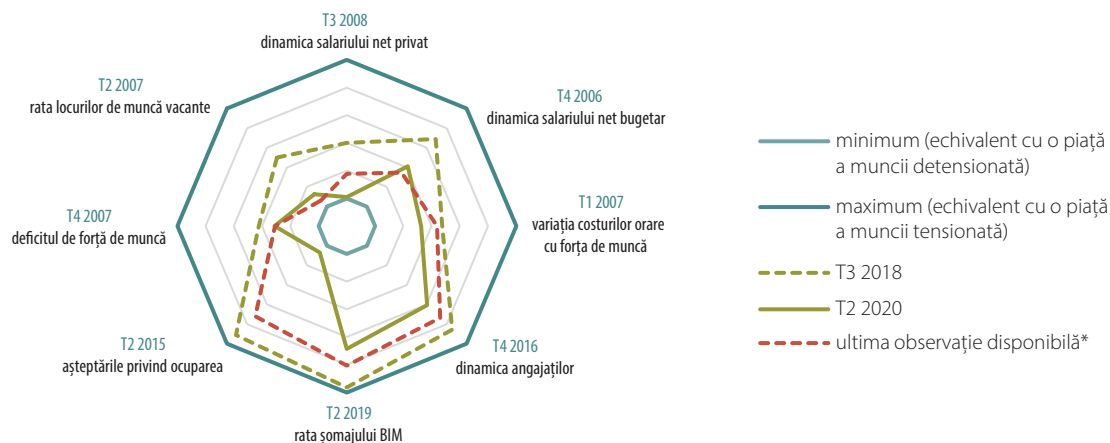
Piața muncii

În contextul trenării prelungite a activității economice (0,9 la sută în 2024, 0,3 la sută în semestrul I al anului curent), în anul 2025, pe piața muncii a devenit vizibilă tendința de detensionare. Rata șomajului a urcat la valori superioare celor înregistrate în ultimii patru ani, în timp ce rata locurilor de muncă vacante se află la nivelul minim din ultimul deceniu. Efectivul salariaților s-a diminuat în termeni trimestriali, iar probabilitatea unei redresări în orizontul apropiat rămâne redusă, intențiile privind recrutarea devenind aproape nule în trimestrul III. Rata anuală de creștere a salariilor se ajustează relativ rapid în sens descendent, iar cel mai probabil acest parcurs va continua, cel puțin pe termen scurt; erodarea puterii de cumpărare (consecință a măsurilor de consolidare fiscală și a liberalizării prețurilor energiei electrice) ar putea alimenta solicitări de creștere a salariilor din partea angajaților, însă spațiul de

¹⁶ Potrivit datelor de comerț internațional – clasificarea pe mari categorii economice (BEC)

acomodare a acestora este redus, firmele aflându-se deja sub presiunea majorărilor de costuri și având o perspectivă incertă asupra volumului vânzărilor (Grafic 2.6).

Grafic 2.6. Imagine de ansamblu asupra evoluțiilor de pe piața muncii



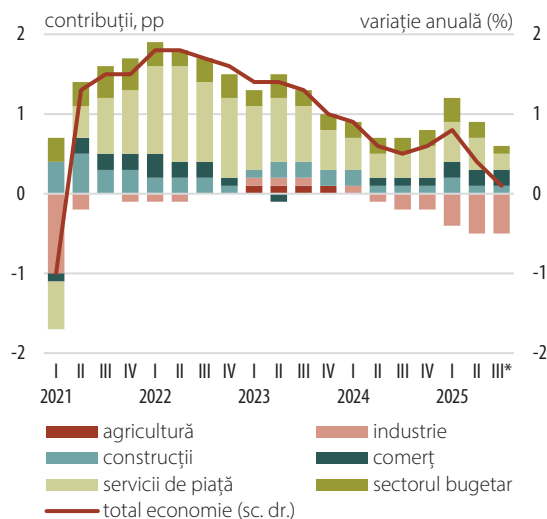
*) T3 2025 pentru așteptările privind ocuparea și deficitul de forță de muncă; iulie-august 2025 pentru dinamica salariului net în sectorul privat și public, pentru dinamica angajaților și pentru rata șomajului BIM (date provizorii, frecvență lunară); T2 2025 pentru rata locurilor de muncă vacante și pentru dinamica costurilor orare cu forța de muncă.

Notă: Eșantionul folosit cuprinde perioada T1 2006 – T3 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

Grafic 2.7. Efectivul salariaților din economie



*) iul.-aug.

Sursa: INS, calcule BNR

Gradul de tensionare s-a menținut în trimestrul II la nivelul redus observat în precedentele trei luni – cel mai scăzut din perioada post-COVID. Rata locurilor de muncă vacante a rămas constantă, la 0,6 la sută, o valoare inferioară mediei și minimul ultimului deceniu. În același timp, rata șomajului BIM continuă să se poziționeze semnificativ peste media anului 2024 (5,4 la sută), plasându-se la 6,1 la sută în trimestrul II. De asemenea, conform celui mai recent sondaj DG ECFIN, problema deficitului de forță de muncă resimțită de companii a rămas în trimestrul III la o intensitate similară celei observate în trimestrul anterior și sub cea din trimestrul I.

Cererea de forță de muncă se restrânge, iar multe companii au recurs la disponibilizări, inclusiv pe fondul automatizării și digitalizării proceselor de producție (Grafic 2.7). Potrivit inspectoratelor teritoriale de muncă, numărul notificărilor privind

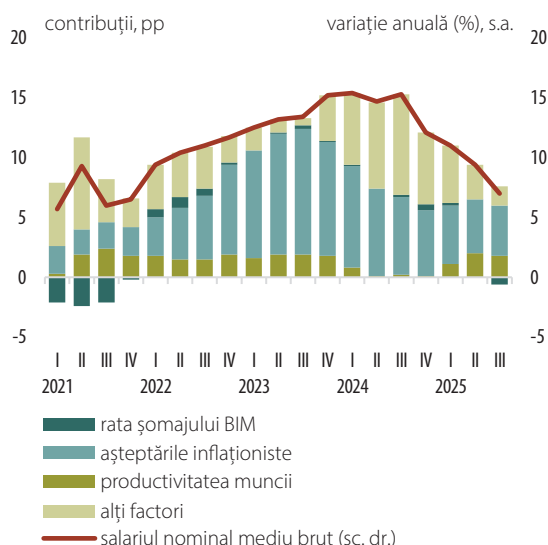
concedierile colective a crescut semnificativ în intervalul ianuarie-iulie 2025 comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. Cu toate că efectivul de salariați și-a păstrat dinamica anuală pozitivă (0,4 la sută în trimestrul II și 0,1 la sută în iulie-august), în termeni trimestriali s-au înregistrat scăderi succesive, de câte 0,2 la sută. Comerțul a fost cel mai rezilient sector, afișând creșteri anuale robuste ale numărului de angajați (1,5 la sută pe parcursul anului). Sectorul construcțiilor a raportat o dinamică similară în intervalul aprilie-iulie, dar în temperare. Încetiniri ale angajărilor s-au observat în

cazul serviciilor, în special în HoReCa și în servicii administrative și suport. Industria prelucrătoare continuă să înregistreze un declin al efectivului de salariați, determinat mai ales de industria auto, care a recurs la restructurarea personalului în contextul automatizării și robotizării. De asemenea, sectorul IT a revenit în teritoriu negativ din perspectiva variației anuale (-0,6 la sută), iar investițiile în automatizare și eficientizarea internă prin inteligență artificială au contribuit la redefinirea activităților. Sondajul realizat de ANIS în perioada iulie-august 2025 a evidențiat, în special, interesul companiilor din domeniu pentru ocuparea pozițiilor care necesită competențe avansate (44 la sută), reorganizarea echipelor pe bază de competențe (36 la sută) și reducerea numărului debutanților (31 la sută). Ritmul angajărilor din sectorul public a încetinit de la 1,4 la sută în trimestrul I la 0,5 la sută în iulie-august, iar în cazul adoptării proiectului de lege privind reforma administrației publice, tendința se va accentua.

Climatul de recrutare rămâne caracterizat de incertitudine, sondajele de specialitate transmițând semnale mixte. Pe termen scurt, sondajul DG ECFIN sugerează restructurări în majoritatea sectoarelor, cu excepția comerțului, astfel că, la nivel agregat, rezultatul este constant (posibil temporar). Potrivit Manpower (ediția care vizează trimestrul IV 2025), previziunea netă de angajare rămâne pozitivă (chiar în

ușoară creștere față de precedentele trei luni), dar sub nivelul înregistrat în aceeași perioadă a anului anterior.

Grafic 2.8. Evoluția salariului mediu brut pe economie



Notă: În această specificație a curbei Phillips pe piața muncii, dinamica salariilor este determinată de productivitatea muncii, condițiile de pe piața muncii și anticipațiile privind inflația ale participanților pe piața muncii (presupuse adaptive, cu o întârziere în transmisie de două trimestre).

Sursa: INS, Eurostat, estimări și prognoze BNR

Dinamica anuală a salariului brut pe economie a urmat o tendință descendentă, coborând la 9,8 la sută în trimestrul II și la 6,9 la sută în intervalul iulie-august. Această evoluție a fost influențată în principal de decizia autorităților de a îngheța salariile din sectorul bugetar, unde creșterea anuală s-a situat la 0,4 la sută în iulie-august. În sectorul privat, indicatorul a scăzut la 8,8 la sută în același interval (de la 12,4 la sută în trimestrul I). Potrivit specificației interne a curbei Phillips pentru piața muncii, tendința descendentă este de așteptat să continue, factorii fundamentali explicând mare parte din variația anuală a salariilor (Grafic 2.8). În plus, tendința este susținută și de diminuarea efectului de demonstrație din sectorul public, ca urmare a înghețării salariilor în acest an¹⁷. Deteriorarea așteptărilor inflaționiste și-ar putea accentua însă influența nefavorabilă asupra dinamicii salariale, în condițiile accelerării recente a ratei anuale a inflației.

¹⁷ Efectul de demonstrație dinspre sectorul public înspre cel privat este evaluat în cadrul unui model de cointegrare, traiectoria salariilor din sectorul privat urmând-o pe cea din sectorul public, după cum relevă relația pe termen lung dintre acestea și ajustarea pe termen scurt a celor dintâi pentru a recupera din diferență. Aportul, în termeni trimestriali, al evoluției salariului public la dinamica celui privat a devenit negativ în acest an, rezultând în reducerea contribuției la rata anuală (sumă mobilă pe patru trimestre).

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

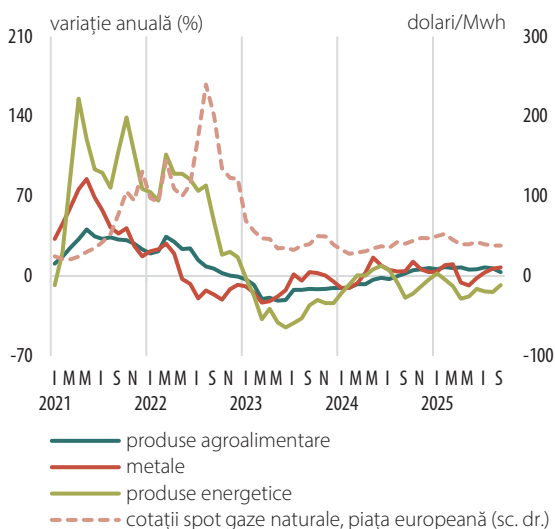
În trimestrul II 2025 atât prețurile de import, cât și cele de producție aferente bunurilor industriale de proveniență internă au consemnat decelerări ale dinamicilor anuale, date fiind evoluțiile în general benigne pe piețele materiilor prime. În iulie însă, liberalizarea pieței de energie electrică a condus la accelerarea dinamicii anuale a prețurilor producției industriale pentru piața internă. În cazul prețurilor producției agricole, perspectivele pesimiste pentru culturile de primăvară și menținerea unor tensiuni pe piața cărnii s-au materializat în accentuări ușoare ale ritmului de creștere.

2.1. Prețurile de import

În trimestrul II 2025, în contextul cererii industriale mai reduse și al îmbunătățirii ofertei, în special pentru bunuri energetice, dar și pentru unele metale și produse agroalimentare, indicii agregat al materiilor prime calculat de Banca Mondială a

scăzut în termeni trimestriali cu 8 la sută. Ulterior, acesta a înregistrat un avans ușor, de 0,6 la sută, în trimestrul III (variațiile anuale rămân însă negative); mișcarea ușor ascendentă a fost determinată de episoade de creștere manifestate la începutul intervalului, mai ales în grupa metalelor (Grafic 2.9).

Grafic 2.9. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Bunurile energetice au consemnat contracții anuale în cele două trimestre menționate. Pe fondul unei producții ridicate a OPEC+ și al cererii globale mai modeste, cotația Brent a afișat, în general, o tendință de temperare, cu puseuri de creștere temporare mai ales în iunie, odată cu escaladarea conflictului dintre Israel și Iran, stabilizându-se apoi în trimestrul III la 65-70 dolari SUA/baril (sub nivelul din vara anului 2024). În cazul gazelor naturale tranzacționate pe piața europeană, odată cu depășirea sezonului rece, piața s-a detensionat, beneficiind de o ofertă satisfăcătoare de gaz natural lichefiat, ca urmare a extinderii exporturilor SUA și

a reducerii importurilor economiilor asiatice. Ușoare creșteri de prețuri au avut loc în iunie, cauza fiind tensiunile dintre Israel și Iran. De asemenea, presiuni descendente au generat înlocuirea termenului fix privind îndeplinirea obiectivului de înmagazinare în proporție de 90 la sută (stabilit inițial la 1 noiembrie) cu un interval (1 octombrie – 1 decembrie) și posibilitatea de a devia cu 10 puncte procentuale sau chiar cu 15 puncte procentuale de la acest obiectiv, în cazul întâmpinării unor dificultăți în procesul de constituire a stocurilor.

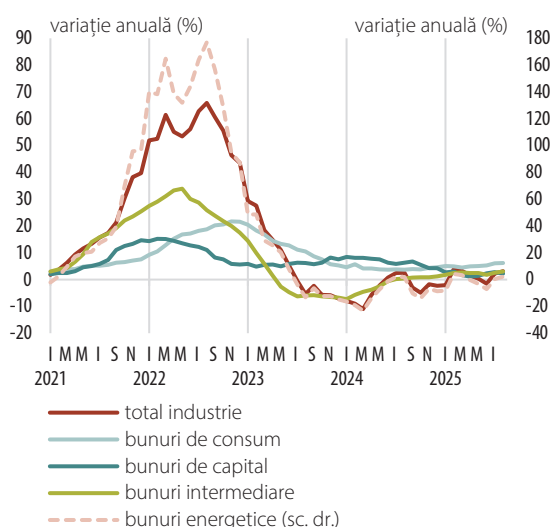
Pe fondul cererii industriale încă slăbite și al tensiunilor comerciale, indicii metalelor a înregistrat o contracție în termeni anuali de 5 la sută în trimestrul II. În iulie-septembrie

însă, dinamica a devenit pozitivă, în condițiile îmbunătățirii perspectivei privind cererea globală, piața așteptând reducerea ratei dobânzii de către FED și internalizând decizia Chinei privind construirea unei megahidrocentrale în Tibet.

Pe segmentul materiilor prime alimentare, indicele FAO s-a menținut pozitiv în trimestrele II și III. Prețurile cărnii au crescut pe tot parcursul perioadei analizate, în special în cazul celei de bovine, în asociere cu cererea robustă din SUA (oferta locală fiind restrânsă, ca urmare a numărului semnificativ de sacrificări determinate de seceta din 2022 și a interzicerii importurilor din Mexic). Pe seama recoltelor favorabile, cotațiile cerealelor și zahărului s-au redus.

În trimestrul II, indicele anual al valorii unitare a importurilor s-a menținut supraunitar (100,8 la sută), dar în atenuare comparativ cu media trimestrului anterior (102,3 la sută), impactul favorabil asupra prețurilor interne fiind accentuat de deprecierea dolarului SUA, principala monedă de decontare a materiilor prime importate. Astfel, cele mai ample scăderi s-au observat în cazul combustibililor, IVU corespunzător acestei grupe coborând cu peste 18 puncte procentuale sub nivelul din trimestrul I, până la 90,4 la sută. Decelerări până la valori subunitare au înregistrat, de asemenea, indicele asociat metalelor comune și cel aferent mijloacelor de transport rutier. La nivelul segmentului alimentar, evoluțiile au fost divergente, indici ai valorii unitare a importurilor superiori intervalului anterior consemnând cele mai multe categorii, în special produsele vegetale. În acest caz se remarcă fructele, cu un salt al IVU de aproape 15 puncte procentuale, până la 123,8 la sută, ca urmare a condițiilor meteorologice adverse (ninsori în aprilie, ploi abundente în mai și secetă în iunie), cu efect negativ asupra producției pe plan european. Evoluții favorabile au fost observate la grupa grăsimi și uleiuri.

Grafic 2.10. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În intervalul iulie-august 2025, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a urcat la 2,7 la sută (+2,6 puncte procentuale față de media trimestrului II), cu aportul dominant al segmentului energetic, reflectând impactul liberalizării pieței de energie electrică (Grafic 2.10). În termeni lunari, avansul a fost mult mai amplu (5,7 la sută), valoarea anuală mai redusă fiind explicată de înregistrarea de dinamici lunare negative în majoritatea ultimelor 12 luni, ca urmare a fluctuațiilor pe piața energetică. Creșteri de amplitudine mai moderată au consemnat și restul categoriilor de bunuri, companiile internalizând probabil perspectiva creșterii facturilor după eliminarea plafoanelor

la electricitate¹⁸. În perioada următoare, presiunile se mai temperează conform sondajului INS/DG ECFIN din septembrie, soldul conjunctural asociat traiectoriei viitoare a prețurilor de producție plasându-se în continuare la un nivel ridicat (36 la sută), dar în scădere față de cel din iulie-august (46 la sută).

În sectorul energetic, ritmul de creștere a prețurilor a accelerat cu 4,9 puncte procentuale (până la 1,2 la sută), prin contribuția dominantă a ramurii de producție și furnizare de energie electrică, termică și gaze naturale (variația anuală urcând la 2,5 la sută de la -2,6 la sută în trimestrul II). Rolul decisiv a revenit eliminării plafoanelor aplicate prețului energiei electrice, însă factorii explicativi includ, de asemenea, majorarea cotațiilor spot pe piața internă *en gros* a energiei electrice în luna iulie. Aceasta a fost determinată atât de creșterea consumului, ca urmare a temperaturilor ridicate, cât și de reducerea ponderii energiei regenerabile (consecință a secetei, dar și a unor lucrări de reparații). În plus, ANRE a decis majorarea contribuției pentru cogenerare începând cu luna iulie.

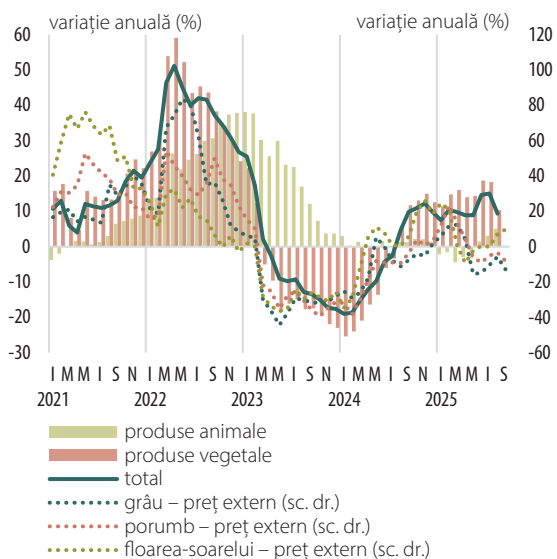
Din perspectivă structurală, piața continuă să se confrunte cu imposibilitatea asigurării consumului din surse regenerabile în orele de vârf (cu impact semnificativ asupra prețului), un factor de influență fiind capacitatea insuficientă de stocare a energiei fotovoltaice. Interesul investițional a crescut totuși în acest domeniu, puterea instalată a capacităților de stocare majorându-se de la 16 MW în primele luni ale anului 2024 la 256 MW în octombrie 2025.

În cazul bunurilor intermediare și de capital, dinamica anuală a prețurilor de producție a crescut ușor (sub 1 punct procentual) până la 2,8 la sută, respectiv 2,5 la sută,

în corelație cu ajustările în sens ascendent ale cotațiilor internaționale ale metalelor și ale costurilor cu energia. Totuși, în industria metalurgică, presiunea concurențială a importurilor ieftine inhibă transmisia în prețuri a influențelor menționate, unele companii încetând definitiv producția¹⁹.

Pe o pantă crescătoare a continuat să se plaseze și ritmul de creștere a prețurilor bunurilor de consum (+1 punct procentual, până la 6,1 la sută). În industria alimentară, prețurile de producție au avansat cu 5,3 la sută în termeni anuali, variația anuală a acestora menținându-se pe traiectoria ascendentă pe care s-a situat în ultimul an. În acest caz, dincolo de perspectiva majorării costurilor cu utilitățile, au continuat să se manifeste presiuni pe filiera costurilor salariale unitare (care au crescut în acest an cu aproape 20 la sută), în același sens

Grafic 2.11. Prețurile producției agricole



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

¹⁸ Stabilite la maximum 1,3 lei/kWh pentru majoritatea agenților economici, respectiv 1 leu/kWh pentru 85 la sută din consumul lunar al IMM și producătorilor din industria alimentară, în timp ce ofertele disponibile imediat după eliminarea plafonării se situau în jurul valorii de 1,4 lei/kWh.

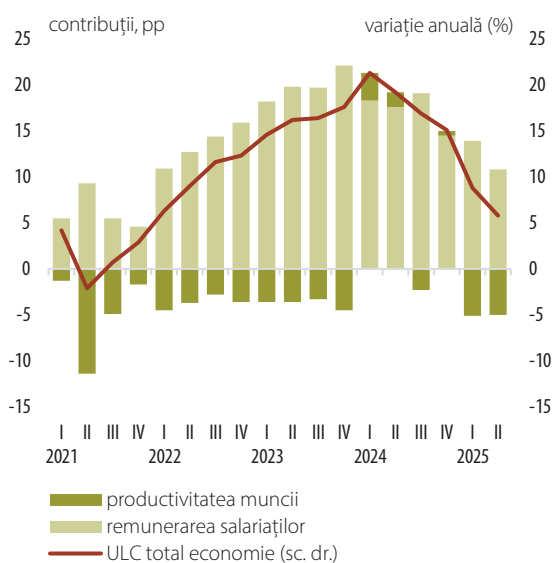
¹⁹ ArcelorMittal Hunedoara, la începutul lunii septembrie

acționând și creșterea prețurilor la carne, pe fondul scumpirii furajelor (mai ales a porumbului).

Prețurile producției agricole în perioada iulie-august 2025 și-au intensificat ritmul anual (+1,4 puncte procentuale față de trimestrul II), până la 12,2 la sută, prin contribuția exclusivă a segmentului animal (Grafic 2.11). În acest caz, accelerări de ritm s-au observat în special la carne, factorul explicativ fiind majorarea costurilor de producție (furaje, utilități); segmentul cărnii de porc a fost afectat suplimentar

de epidemia de gripă porcină africană²⁰. În cazul produselor vegetale, dinamica anuală a coborât până la 14,3 la sută, în condițiile în care influențele favorabile asociate recoltelor însemnate pe plan intern la culturile de toamnă (grâu, orz, ovăz, rapiță) au contrabalansat perspectivele pesimiste la culturile de primăvară, în special porumb, afectate de lipsa precipitațiilor și de căldura excesivă.

Grafic 2.12. Costurile unitare cu forța de muncă

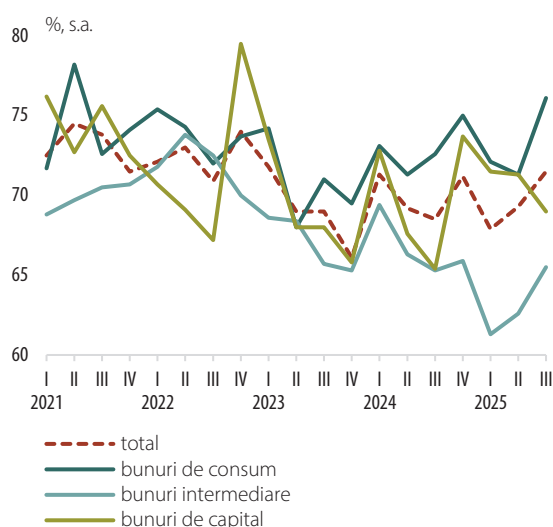


Sursa: INS, calcule BNR

Costurile unitare cu forța de muncă

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a temperat până la 5,8 la sută în trimestrul II (-3 puncte procentuale față de trimestrul anterior), Grafic 2.12. Evoluția a avut loc în condițiile în care remunerarea pe salariat a consemnat o diminuare a variației anuale până la 11,1 la sută, de la 14,2 la sută în trimestrul precedent, în timp ce productivitatea muncii a afișat o relativă stabilizare a dinamicii anuale la 4,9 la sută.

Grafic 2.13. Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie



Sursa: CE-DG ECFIN

O tendință similară a urmat și rata anuală de creștere a costului salarial unitar din industrie, aceasta coborând la 10,7 la sută în trimestrul II și 7,7 la sută în iulie-august; evoluția reflectă efectul cumulat al decelerării variației anuale a salariilor și al creșterii productivității muncii în termeni anuali. Cel mai probabil, temperarea se va menține și per ansamblul trimestrului III, dată fiind perspectiva încetinerii ritmului de creștere a salariilor, restrângerea așteptărilor privind recrutarea și ușoara îmbunătățire a gradului de utilizare a capacităților de producție din sectorul local (Grafic 2.13). În structură, peisajul este mixt, variații anuale înalte ale ULC, de peste 16 la sută în luna iulie-august, fiind observate în ramuri precum industria alimentară, a produselor textile, a articolelor de îmbrăcăminte și prelucrarea lemnului, în timp ce industria auto, metalurgia și producția de echipamente electrice au consemnat ritmuri de creștere sub nivelul agregat.

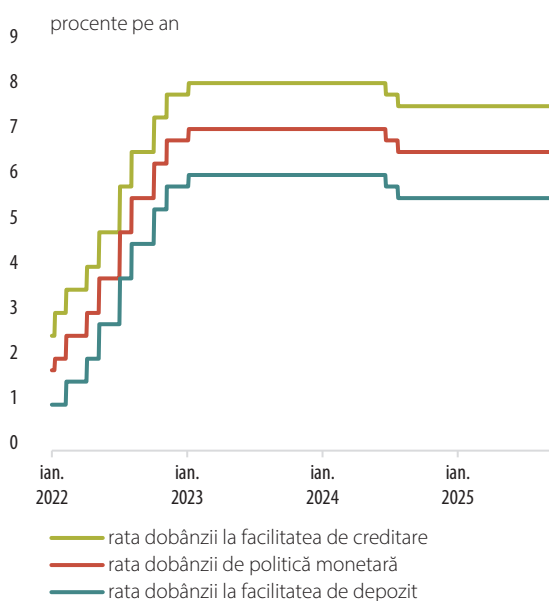
²⁰ Din 2017 până în 2025, România a înregistrat cel mai mare număr de focare de gripă porcină din UE – peste 7 000 din aproximativ 12 700 în total.

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În lunile august și octombrie 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 august au fost justificate de o nouă înrăutățire a evoluției inflației în raport cu previziunile, precum și de deteriorarea considerabilă a perspectivei acestuia pe termen scurt, dar sub impactul tranzitoriu anticipat a fi exercitat de expirarea schemei de plafonare a prețului la energia electrică în luna iulie și de majorarea începând cu 1 august a cotelor de TVA și a accizelor²¹.

Astfel, rata anuală a inflației și-a reluat ascensiunea în luna mai și a crescut pe ansamblul trimestrului II 2025 mai mult decât s-a anticipat – la 5,66 la sută în iunie, de la 4,86 la sută în martie –, în principal ca urmare a scumpirii alimentelor, îndeosebi a fructelor, inclusiv pe fondul condițiilor meteorologice nefavorabile pe plan regional, în timp ce noua majorare de dinamică consemnată în acest interval de prețurile energiei a fost mai mult decât

contrabalansată de evoluția de sens opus de pe segmentul produselor din tutun. La rândul ei, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a întrerupt din nou trendul descendent, mărindu-se la 5,6 la sută în iunie, de la 5,2 la sută în martie²², în condițiile în care accelerarea pe mai departe a creșterii prețurilor alimentelor procesate a fost

²¹ Corespunzător pachetului de măsuri fiscal-bugetare adoptat în luna iulie 2025

²² Ascensiunea a decurs din majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare și din transferarea treptată asupra unor prețuri de consum a costurilor salariale ridicate, precum și din creșterea așteptărilor inflaționiste pe termen scurt și a cursului de schimb leu/euro, ale căror influențe le-au devansat cu mult pe cele decurgând din efecte de bază dezinflaționiste și din descreșterea dinamicii prețurilor importurilor.

însoțită în trimestrul II 2025 de majorarea dinamicii prețurilor serviciilor – după șase trimestre de descreștere – și de încetinirea puternică a dezinflației pe segmentul mărfurilor nealimentare.

În același timp, prognoza pe termen mediu actualizată a relevat o înrăutățire a perspectivei inflației în prima jumătate a orizontului de prognoză, inclusiv în raport cu previziunile precedente, în contextul expirării la 1 iulie a schemei de plafonare a prețului la energia electrică și al majorării începând cu 1 august a cotelor de TVA și a accizelor corespunzător pachetului de măsuri fiscal-bugetare adoptat în luna iulie. Pe acest fond, rata anuală a inflației era așteptată să consemneze un amplu salt în trimestrul III 2025, iar în următoarele trei trimestre să se reducă relativ lent și pe o traiectorie fluctuantă considerabil mai ridicată decât cea din proiecția precedentă²³ și situată mult deasupra limitei de sus a intervalului țintei, dar să cunoască o corecție descendentă abruptă în trimestrul III 2026 și să descrească apoi gradual, reintrând și coborând tot mai mult în interiorul intervalului țintei spre finele orizontului proiecției. Astfel, rata anuală a inflației era anticipată să atingă un vârf de 9,2 la sută în septembrie 2025 și să se situeze la 8,8 la sută în decembrie 2025, mult peste valoarea de 4,6 la sută din prognoza precedentă, însă să coboare la 3,0 la sută în decembrie 2026, ușor sub nivelul de 3,2 la sută anticipat anterior, și la 2,7 la sută în iunie 2027.

Efectele inflaționiste directe ale celor două șocuri succesive pe partea ofertei urmau să afecteze puternic evoluția componentelor exogene ale IPC și semnificativ dinamica inflației de bază, însă doar pe termen scurt, având un caracter tranzitoriu.

Presiunile factorilor fundamentali erau așteptate să rămână inflaționiste pe orizontul apropiat de timp – mai ales în condițiile persistenței presiunilor costurilor salariale din sectorul privat –, dar să devină ulterior mai pregnant dezinflaționiste decât se anticipase, și să se intensifice progresiv, dată fiind probabila adâncire relativ alertă și considerabil mai pronunțată decât în proiecția precedentă a deficitului de cerere agregată în următoarele șase trimestre, în contextul pachetelor de măsuri fiscal-bugetare corective implementate începând cu luna august 2025²⁴. Influențe suplimentare erau așteptate să decurgă din scăderea temporară a puterii de cumpărare a populației sub impactul creșterii și menținerii ratei anuale a inflației la niveluri înalte timp de patru trimestre, precum și din probabila ameliorare semnificativă a structurii cererii agregate pe orizontul proiecției în raport cu anul 2024, prin creșterea contribuției investițiilor în detrimentul consumului privat, cu implicații și asupra evoluției PIB potențial.

Un asemenea context era de natură să reducă semnificativ riscul ca puseul inflaționist provocat de șocurile pe partea ofertei din trimestrul III 2025 să afecteze anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și să genereze astfel efecte secundare, reclamând însă monitorizarea atentă a tuturor evoluțiilor.

²³ *Raportul asupra inflației din mai 2025*

²⁴ Potrivit noilor date și evaluări, creșterea economică era anticipată să rămână modestă în 2025-2026, în contextul implementării pachetelor de consolidare bugetară și al măririi considerabile pe termen scurt a ratei anuale a inflației – de natură să afecteze venitul disponibil real al populației –, dar și pe fondul redresării treptate a cererii externe și al utilizării fondurilor europene aferente instrumentului „Next Generation EU”. Perspectiva făcea probabilă o adâncire relativ alertă a deficitului de cerere agregată până la finele anului viitor, și mult mai pronunțată decât s-a anticipat în mai, succedată doar de o ușoară restrângere a acestuia în semestrul I 2027.

Incertitudini rămăneau asociate măsurilor probabil adoptate în perspectivă în vederea poziționării deficitului bugetar pe o traiectorie descrescătoare sustenabilă și compatibilă cu Planul bugetar-structural pe termen mediu convenit cu CE, precum și cu procedura de deficit excesiv.

Totodată, incertitudini și riscuri însemnate la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau să vină din mediul extern, în condițiile războiului din Ucraina și ale situației din Orientul Mijlociu, dar mai cu seamă în contextul tensiunilor comerciale globale – de natură să afecteze mersul economiei mondiale și al comerțului internațional –, precum și pe fondul efectelor potențial generate de acordul comercial convenit între SUA și UE.

O sursă importantă de riscuri și incertitudini rămăneau și absorbția și utilizarea fondurilor europene, îndeosebi a celor aferente programului „Next Generation EU”, esențiale pentru contrabalansarea parțială a efectelor contracționiste ale consolidării bugetare și ale conflictelor geopolitice și comerciale la nivel global, precum și pentru realizarea reformelor structurale necesare, incluzând tranziția energetică, dar și pentru sporirea potențialului de creștere și întărirea rezilienței economiei românești.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației a înregistrat creșteri substanțiale în primele două luni ale trimestrului III 2025, în urma cărora aceasta a urcat în august la 9,85 la sută, peste nivelul prognozat, în contextul expirării la 1 iulie a schemei de plafonare a prețului la energia electrică și al majorării începând cu 1 august a cotelor de TVA și a accizelor. Efectele directe tranzitorii ale celor două șocuri inflaționiste succesive pe partea ofertei au afectat prioritar dinamica agregată a componentelor exogene ale IPC, în principal prin creșterea deosebit de amplă a prețului energiei electrice. La rândul ei, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accelerat ascensiunea mai mult decât s-a anticipat, ajungând la 7,9 la sută în august, în condițiile creșterilor semnificative de dinamică consemnate în acest interval de toate cele trei subcomponente ale inflației de bază, sensibil mai pronunțate în cazul alimentelor procesate și în cel al serviciilor²⁵.

Activitatea economică și-a accelerat semnificativ creșterea în trimestrul II 2025, la 1,2 la sută, după încetinirea acesteia la 0,1 la sută în precedentele trei luni, evoluție care făcea probabilă o adâncire mai modestă a deficitului de cerere agregată pe ansamblul intervalului comparativ cu cea anticipată în august. În același timp, avansul în termeni anuali al PIB și-a stopat descreșterea în trimestrul II 2025, menținându-se la 0,3 la sută, cu toate că cererea internă și-a accentuat pierderea de ritm, în condițiile în care dinamica anuală a formării brute de capital fix a reintrat ușor în teritoriul negativ, după saltul amplu consemnat în trimestrul anterior, iar cea a consumului gospodăriilor populației a înregistrat o nouă scădere, însă doar marginală. În schimb, evoluția exportului net și-a redus considerabil impactul contracționist în trimestrul II 2025, ca urmare a divergenței conturate între continuarea creșterii dinamicii anuale

²⁵ Evoluția a reflectat transferarea într-o foarte mare măsură a majorării cotelor de TVA asupra prețurilor de consum, inclusiv pe fondul rezilienței cererii pe anumite segmente și al nivelului crescut al așteptărilor inflaționiste pe termen scurt. Influențe suplimentare au continuat să vină din mărirea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare și din dinamica încă ridicată a costurilor salariale, cărora li s-au alăturat în acest interval cele decurgând din efecte indirecte ale scumpirii energiei electrice și combustibililor.

a volumului exporturilor de bunuri și servicii și scăderea notabilă consemnată de cea a volumului importurilor. Pe acest fond, deficitul comercial și cel de cont curent și-au încetinit puternic creșterea în termeni anuali, în cel din urmă caz și cu aportul ameliorării balanței veniturilor secundare.

Pe piața muncii, datele recente confirmau întreruperea tendinței de detensionare a pieței în trimestrul II 2025 – dată fiind inclusiv menținerea constantă a ratei locurilor de muncă vacante –, și transmiteau, împreună cu sondajele de specialitate, semnale mixte privind evoluțiile probabile din trimestrul III și în perspectivă apropiată. Astfel, acestea relevau continuarea descreșterii efectivului salariaților din economie în iunie și iulie, însă în paralel cu scăderea ușoară a ratei șomajului BIM în intervalul iulie-august, după ce aceasta a crescut și s-a menținut la o valoare medie de 6,0 la sută în trimestrele I și II 2025. Totodată, intențiile de angajare pe orizontul foarte scurt s-au redresat întrucâtva în septembrie, după slăbirea abruptă din iulie-august, dar exclusiv pe seama evoluțiilor din comerț, în timp ce deficitul de forță de muncă raportat de companii a înregistrat o creștere pe ansamblul trimestrului III, mult inferioară totuși declinului suferit în precedentele trei luni. Dinamica anuală a salariului mediu brut nominal pe economie și din sectorul privat, precum și cea a costului unitar nominal cu forța de muncă din industrie au continuat să scadă în luna iulie, relativ lent în primul caz, și mai pronunțat în cel din urmă, rămânând însă relativ ridicate.

Principalele cotații ale pieței monetare interbancare au continuat să se reducă pe ansamblul intervalului august-septembrie, dar într-un ritm încetinit, rămânând vizibil peste nivelurile din luna aprilie a anului curent, iar randamentele pe termen lung ale titlurilor de stat au cunoscut o mică ajustare ascendentă la mijlocul trimestrului III și au tins apoi să se mențină pe noul palier. În același interval, cursul de schimb leu/euro a avut o evoluție relativ fluctuantă, în contextul revizuirilor succesive ale așteptărilor investitorilor privind perspectiva ratei dobânzii Fed, dar și pe fondul demersurilor interne legate de configurarea și adoptarea celui de al doilea pachet de măsuri fiscale corective, în timp ce, față de dolarul SUA, leul a slăbit întrucâtva în august, dar s-a întărit ulterior, în condițiile reluării trendului general de depreciere a monedei americane pe piața financiară internațională.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a prelungit descreșterea în primele două luni ale trimestrului III 2025²⁶, în principal sub influența continuării decelerării creșterii creditului societăților nefinanciare, exclusiv pe seama componentei în lei. În același timp, dinamica creditului acordat populației și-a stopat ascensiunea, înregistrând o scădere pe ansamblul celor două luni, cu toate că fluxul creditului în lei pentru consum și cel al creditului în lei pentru locuințe au atins în iulie maxime istorice. Ponderea componentei în lei în creditul acordat sectorului privat s-a redus și în acest interval, până la 69,3 la sută în august, de la 69,7 la sută în iunie.

Evaluările actualizate în acest context au arătat că rata anuală a inflației va ajunge pe un platou la finele trimestrului III și va descrește foarte lent în ultimele trei luni ale anului curent, pe o traiectorie mai ridicată decât cea evidențiată în prognoza pe termen mediu din august, pe fondul efectelor peste așteptări exercitate de expirarea

²⁶ Ajungând la 8,0 la sută în august, de la 9,1 la sută în iunie

la 1 iulie a schemei de plafonare a prețului la energia electrică și de majorarea începând cu 1 august a cotelor de TVA și a accizelor.

Efectele inflaționiste directe exercitate de cele două șocuri pe partea ofertei aveau însă un caracter tranzitoriu, urmând să antreneze odată cu epuizarea lor, în trimestrul III 2026, o corecție descendentă abruptă a traiectoriei ratei anuale a inflației. În același timp, implementarea, în ansamblul său, a pachetului de măsuri fiscal-bugetare adoptat în iulie 2025 era de natură să genereze presiuni dezinflaționiste tot mai intense din partea factorilor fundamentali pe orizontul mai îndepărtat de timp, îndeosebi din partea cererii agregate, în principal prin corecția bugetară inițiată în 2025 și accentuată probabil în anul viitor. Acestea li se alăturau pe termen scurt efectele scăderii temporare a puterii de cumpărare a populației sub impactul creșterii și menținerii ratei anuale a inflației la niveluri înalte, cu implicații în special asupra cererii de consum. În acest context, riscul ca puseul inflaționist să afecteze anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și să producă astfel efecte secundare era semnificativ diminuat.

Pe orizontul apropiat de timp, din partea factorilor fundamentali erau așteptate în continuare presiuni inflaționiste, însă în atenuare, date fiind, pe de o parte, perspectiva adâncirii relativ alerte a deficitului de cerere agregată în a doua jumătate a anului curent, la valori ceva mai modeste totuși decât cele previzionate anterior²⁷, și, pe de altă parte, decalajul de timp necesar manifestării efectelor dezinflaționiste astfel generate, precum și creșterea încă solidă din ultimele luni a costurilor salariale unitare din sectorul privat, deși în decelerare vizibilă.

Incertitudini rămăneau asociate măsurilor probabil adoptate în perspectivă în scopul continuării consolidării bugetare în conformitate cu Planul bugetar-structural pe termen mediu convenit cu CE și cu procedura de deficit excesiv.

În același timp, incertitudini și riscuri însemnate la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, decurgeau pe mai departe din mediul extern, date fiind tensiunile comerciale globale, precum și războiul din Ucraina și situația din Orientul Mijlociu, dar și planurile de creștere a cheltuielilor pentru investiții în apărare și infrastructură în statele UE. De asemenea, incertitudini majore erau în continuare asociate absorbției 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 8 octombrie 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 a celei de depozit la 7,50 la sută și, respectiv, la 5,50 la sută. Totodată, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare.

²⁷ Noile evaluări indicau o cvasistagnare a activității economice pe ansamblul semestrului II 2025, în contextul măsurilor fiscal-bugetare deja implementate și al nivelului ridicat al ratei anuale a inflației.

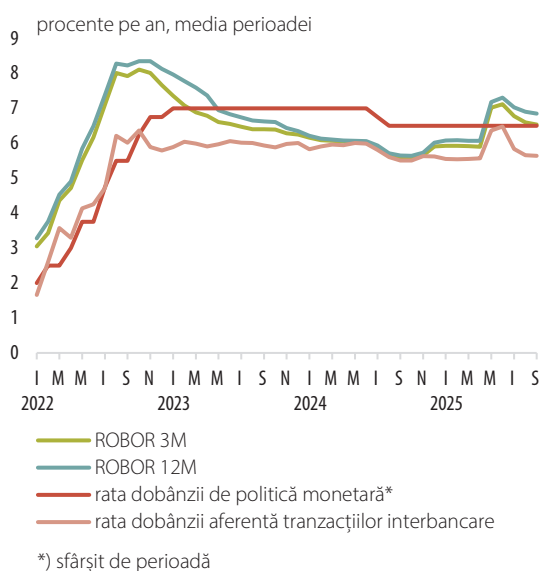
2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare²⁸ a revenit în iulie și a tins să se consolideze apoi în apropierea ratei dobânzii la facilitatea de depozit, iar cotațiile pe termen mai lung au consemnat ajustări descendente pe parcursul trimestrului III, rămânând însă la finele acestuia vizibil peste nivelurile din aprilie 2025. Cursul de schimb leu/euro a continuat să fluctueze, dar într-un interval relativ mai restrâns, situat deasupra valorilor prevalente în a doua jumătate a trimestrului precedent. Lichiditatea din economie și-a reaccelerat ușor creșterea anuală în iulie-august, în timp ce dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a stopat trendul ascendent, înregistrând o scădere pe ansamblul intervalului.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare și-a accentuat în debutul trimestrului III trendul descendent pe care s-a înscris în ultima lună a trimestrului anterior, coborând la mijlocul lui iulie și tinzând să se consolideze apoi în proximitatea limitei de jos a coridorului ratelor dobânzilor. Media trimestrială a indicatorului și-a corectat astfel în bună măsură creșterea consemnată pe ansamblul precedentelor trei luni, reducându-se cu 0,59 puncte procentuale, la 5,73 la sută²⁹.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



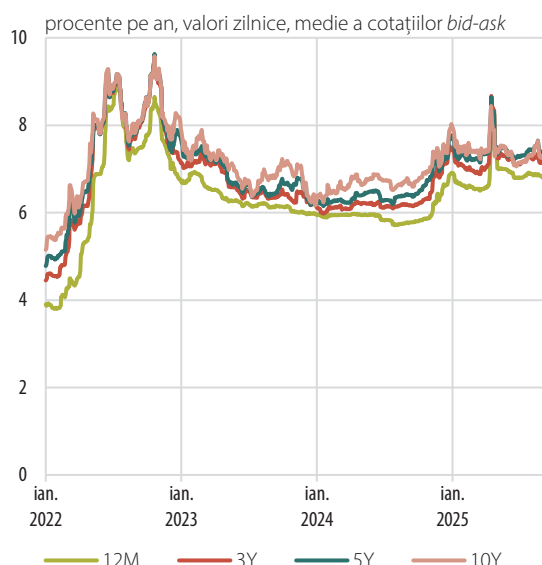
Evoluția a reflectat cu precădere comportamentul ratelor dobânzilor ON, în contextul revenirii și amplificării excedentului de lichiditate pe piața monetară, drenat de banca centrală prin intermediul facilității de depozit³⁰.

La rândul lor, cotațiile ROBOR 3M-12M și-au accelerat ajustarea descendentă în luna iulie, dar și-au încetinit-o ulterior, rămânând la finele trimestrului vizibil peste nivelurile din aprilie 2025 (Grafic 3.2). Mediile trimestriale ale cotațiilor au înregistrat astfel o scădere marginală în cazul scadenței de 3 luni (-0,04 puncte procentuale, la 6,64 la sută), iar pe termenele de 6 luni și 12 luni s-au mărit cu până la 0,07 puncte procentuale, la 6,78 la sută, respectiv 6,93 la sută.

²⁸ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară, ponderată cu volumul tranzacțiilor

²⁹ Medie ponderată cu volumul tranzacțiilor

³⁰ Stocul mediu zilnic al acestor plasamente s-a mărit la 15,2 miliarde de lei în trimestrul III, de la 12,6 miliarde de lei în trimestrul anterior, în care BNR a efectuat și operațiuni repo pentru a furniza lichiditate instituțiilor de credit.

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

Cotațiile de referință pe termen mediu și lung ale pieței secundare a titlurilor de stat³¹ și-au prelungit scăderea în prima parte a lunii iulie, coborând în cazul scadenței de 10 ani la minime ale anului curent – în contextul finalizării și adoptării primului pachet de măsuri fiscale corective –, pentru ca la mijlocul trimestrului să consemneze mici creșteri și să tindă apoi să se mențină pe noile paliere^{32,33} (Grafic 3.3). Randamentele certificatelor de trezorerie pe 6 luni și 12 luni au urmat o traiectorie lent descrescătoare, în condițiile corelației mai strânse cu evoluțiile de pe segmentul monetar.

Ca medii lunare, cotațiile s-au redus în septembrie față de ultima lună a trimestrului II cu 0,15 puncte procentuale în cazul certificatelor de trezorerie pe 6 luni și 12 luni (până la 6,77 la sută, respectiv 6,84 la sută), în timp ce pe maturitățile mai lungi au înregistrat variații în dublu sens, însă marginale –

descendente pentru titlurile pe 3 ani și 10 ani (până la 7,25 la sută, respectiv 7,38 la sută), respectiv crescătoare pe maturitatea de 5 ani (la 7,44 la sută). Pe acest fond, curba randamentelor și-a accentuat înclinația pozitivă, ecartul dintre randamentul titlurilor pe 10 ani și cel al titlurilor pe 1 an atingând un maxim al ultimelor șase luni.

Evoluția randamentelor medii acceptate pe segmentul primar al pieței³⁴ a reflectat și disponerea temporală a licitațiilor de-a lungul intervalului. Astfel, comparativ cu nivelurile înregistrate în ultima lună a trimestrului II, acestea s-au mărit sensibil în

³¹ Medii bid-ask

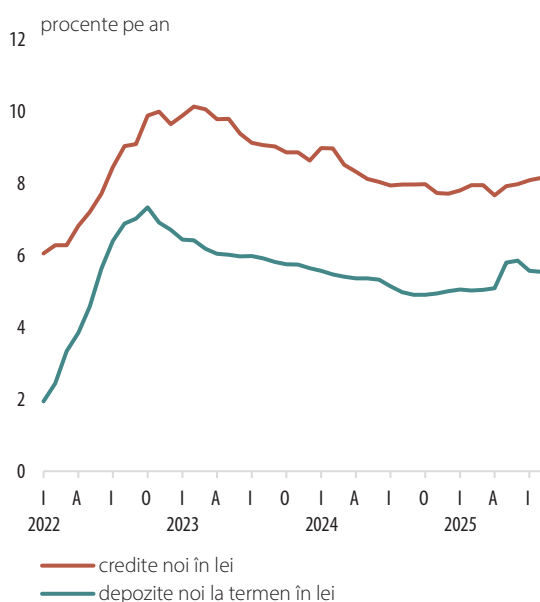
³² În condițiile unor fluctuații moderate, inclusiv pe fondul demersurilor interne vizând configurarea și adoptarea celui de al doilea pachet de măsuri fiscale corective

³³ Randamentele titlurilor de stat pe termen lung (10 ani) din economiile avansate și cele din regiune au avut evoluții mixte în trimestrul III. Astfel, randamentul din SUA a înregistrat scăderi în perioada august-septembrie, în contextul acordului comercial convenit cu UE, precum și al evoluției sub așteptări a pieței muncii, relevate de datele publicate în acest interval, de natură să alimenteze așteptările privind reluarea de către Fed a reducerii ratei dobânzii de politică monetară în luna septembrie, confirmate ulterior de decizia băncii centrale. În schimb, randamentul similar din zona euro și-a prelungit în august tendința crescătoare, dar fluctuantă, iar ulterior a tins să rămână la nivelurile atinse, inclusiv pe fondul menținerii nemonificate a ratelor dobânzilor reprezentative de către BCE în luna septembrie. În regiune, randamentul titlurilor de stat pe termen lung a cunoscut ample fluctuații în Ungaria, reducându-se considerabil în septembrie, dar a crescut pronunțat în Cehia și mai modest în Polonia în ultima lună a trimestrului, inclusiv sub influența unor factori interni.

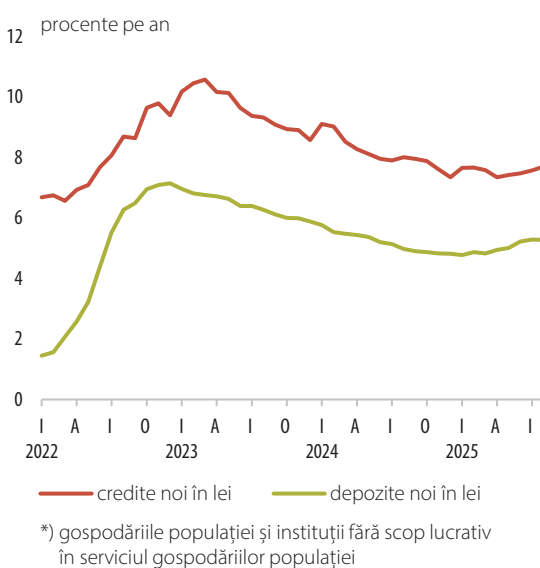
³⁴ În trimestrul III, MF a emis lunar titluri de stat prin programul „Tezaur” cu maturități de 1 an, 3 ani și 5 ani, la randamente de: (i) 7,00 la sută, 7,50 la sută, respectiv 7,90 la sută, în iulie, în valoare totală de circa 2 miliarde lei; (ii) 6,90 la sută, 7,50 la sută, respectiv 7,85 la sută, în august, în valoare totală de 1,9 miliarde lei și (iii) 6,90 la sută, 7,50 la sută, respectiv 7,85 la sută, în septembrie, în valoare totală de 2,2 miliarde lei. De asemenea, prin programul „Fidelis” au fost puse în circulație titluri de stat pentru populație, astfel: (i) în luna iulie, titluri denumite atât în lei, cu maturități de 2 ani, 4 ani și 6 ani la randamente de 7,25 la sută, 7,70 la sută, respectiv 7,95 la sută, în valoare totală de 681 milioane lei, cât și în euro, cu maturități de 2 ani, 5 ani și 7 ani, la randamente de 3,40 la sută, 5,50 la sută, respectiv 6,30 la sută, în valoare totală de 192 milioane euro; (ii) în luna august, titluri de stat denumite în lei cu maturități de 2 ani, 4 ani și 6 ani la randamente de 7,20 la sută, 7,65 la sută, respectiv 7,90 la sută, în valoare totală de 552 milioane lei, și în euro, cu maturități de 2 ani, 5 ani și 7 ani, la randamente de 3,10 la sută, 5,25 la sută, respectiv 6,5 la sută, în valoare de 195 milioane euro; (iii) în luna septembrie, titluri de stat denumite în lei, cu maturități de 2 ani, 4 ani și 6 ani, la randamente de 7,20 la sută, 7,60 la sută, respectiv 7,90 la sută, în valoare totală de 813 milioane lei, și în euro, cu maturități de 2 ani, 5 ani și 10 ani, la randamente de 3,10 la sută, 5,25 la sută, respectiv 6,5 la sută, în valoare totală de 267 milioane euro. În plus, MF a emis, în luna iulie, euroobligațiuni denumite atât în euro, cu maturitatea de 14 ani, la un randament de 6,53 la sută, în valoare de 1,5 miliarde euro, cât și în dolari, cu maturități de 5 ani, respectiv 10 ani, la randamente de 5,77 la sută, respectiv 6,64 la sută, în valoare totală de 3,75 miliarde dolari. Totodată, în luna august, MF a emis titluri de stat denumite în euro pe piața internă, cu maturitatea de 2 ani, la randamentul mediu de 2,95 la sută, în valoare totală de 231 milioane euro.

septembrie în cazul titlurilor pe 3 ani (+0,29 puncte procentuale, până la 7,60 la sută) și marginal pe scadența de 5 ani (+0,05 puncte procentuale, până la 7,57 la sută), dar au scăzut în cazul titlurilor pe 10 ani (-0,08 puncte procentuale, până la 7,29 la sută). Valoarea totală a emisiunilor a crescut în trimestrul III cu 5,2 miliarde lei față de precedentele trei luni (la 26,1 miliarde lei), în timp ce valoarea emisiunilor nete s-a diminuat cu 1,4 miliarde lei, dată fiind majorarea considerabilă a volumului titlurilor ajunse la scadență în acest interval (14,3 miliarde lei față de 7,8 miliarde lei anterior).

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Grafic 3.5. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației*



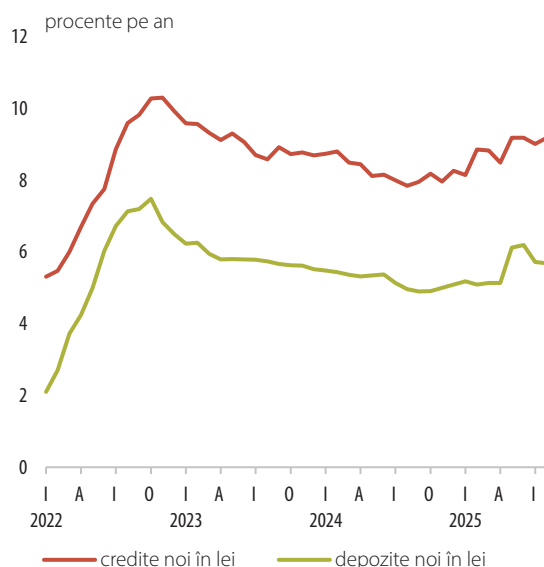
Interesul investitorilor pentru aceste plasamente s-a mărit pe ansamblul trimestrului III, după slăbirea din precedentele trei luni, dar în condițiile unei evoluții neuniforme pe parcursul intervalului³⁵.

Rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebankari a crescut pe ansamblul perioadei iulie-august după scăderea minoră înregistrată în trimestrul anterior (+0,26 puncte procentuale, până la 8,12 la sută), iar cea aferentă depozitelor noi la termen ale acestora și-a stopat ascensiunea, menținându-se practic constantă (la 5,55 la sută) (Grafic 3.4).

Din perspectivă sectorială, variațiile au fost similare ca sens în cazul creditelor noi, dar mixte în cel al depozitelor noi la termen. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației a urcat cu 0,22 puncte procentuale, până la 7,64 la sută, corectându-și astfel integral scăderea din precedentele trei luni (Grafic 3.5). Creșterea a fost antrenată de costul cu dobânda al împrumuturilor noi pentru consum, al cărui nivel mediu a cunoscut o ajustare ascendentă semnificativă (+0,61 puncte procentuale, până la 9,64 la sută), aproape egală cu declinul din trimestrul anterior, în principal pe seama împrumuturilor cu rată fixă a dobânzii, care sunt preponderente în cadrul acestei categorii. În același timp, rata medie a dobânzii la creditele noi pentru locuințe și-a cvasistopat mersul descendent (-0,03 puncte procentuale ca medie a perioadei, situându-se la 5,79 la sută), inclusiv pe fondul menținerii neschimbate a IRCC.

Rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare și-a temperat ascensiunea față de trimestrul precedent (+0,14 puncte procentuale, până la 9,10 la sută), Grafic 3.6.

³⁵ Pe ansamblul trimestrului III, raportul dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor s-a mărit semnificativ, la 2,26, de la 1,69 în precedentele trei luni, iar proporția dintre volumul acceptat și cel anunțat de MF a crescut la 1,27, de la 1,17.

Grafic 3.6. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare

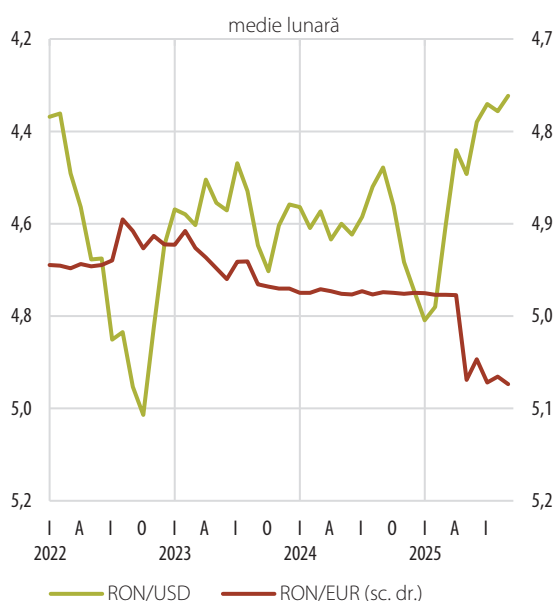
Evoluția a fost rezultatul unor mișcări divergente la nivelul principalelor categorii de împrumuturi. Astfel, rata medie a dobânzii aferentă celor de valoare mică, sub echivalentul a 1 milion euro, și-a accelerat semnificativ creșterea față de trimestrul anterior (+0,61 puncte procentuale, ajungând la 9,71 la sută), în timp ce costul mediu cu dobânda al împrumuturilor de valoare mare, peste respectivul prag, și-a corectat parțial avansul din intervalul aprilie-iunie (-0,23 puncte procentuale, până la 8,39 la sută).

Randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale populației și-a prelungit creșterea față de trimestrul anterior (+0,23 puncte procentuale), ajungând la un nivel mediu de 5,29 la sută, însă cel aferent plasamentelor societăților nefinanciare, mai strâns corelat cu evoluția cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare, a înregistrat o ușoară

scădere pe ansamblul perioadei iulie-august (la 5,70 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a continuat să fluctueze în trimestrul III 2025, dar într-un interval relativ mai restrâns, situat deasupra valorilor prevalente în a doua jumătate a trimestrului precedent (Grafic 3.7).

Grafic 3.7. Cursul de schimb nominal

Raportul leu/euro și-a întrerupt ascensiunea în debutul lunii iulie, iar după o mică fluctuație a tins să se stabilizeze pe noul palier, în contextul finalizării și adoptării primului pachet de măsuri fiscale corective, de natură să amelioreze percepția de risc a investitorilor asupra economiei și a pieței financiare locale³⁶, precum și pe fondul prevalenței unui sentiment favorabil pe piața financiară internațională, dar și sub acțiunea unor factori interni cu caracter sezonier (Tabel 3.1).

Totodată, în prima decadă a lui august, cursul de schimb leu/euro s-a înscris și s-a menținut apoi pe o traiectorie descendentă, pe fondul influențelor venite din consolidarea sentimentului favorabil pe piața financiară internațională, în condițiile reconsiderării de către investitori a perspectivei

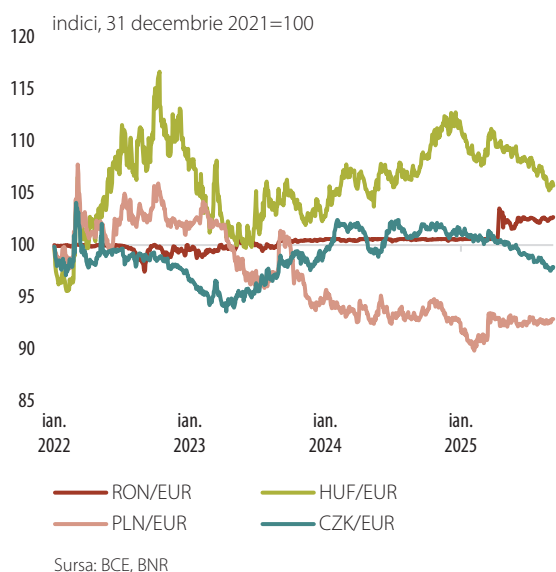
³⁶ În data de 23 iulie, agenția S&P a reconfirmat ratingul suveran al României (BBB), cu perspectivă negativă.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	8 luni 2024			8 luni 2025		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	5 494	18 862	-13 368	9 543	24 258	-14 715
Investiții directe	1 650	5 139	-3 489	1 125	5 395	-4 270
Investiții de portofoliu	1 183	9 953	-8 770	224	11 910	-11 685
Derivate financiare	28	0	28	-51	0	-51
Alte investiții	-413	3 771	-4 184	3 236	6 953	-3 718
– numerar și depozite	-1 477	-413	-1 064	1 701	-101	1 802
– împrumuturi	36	1 179	-1 142	480	5 547	-5 067
– altele	1 028	3 006	-1 978	1 054	1 507	-453
Active de rezervă ale BNR (net)	3 047	0	3 047	5 010	0	5 010

*) „+” creștere/„-” scădere

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



apropiate a ratei dobânzii Fed³⁷, având ca efect și reamorsarea trendului de depreciere a dolarului în raport cu euro. Influențe suplimentare au decurs din ameliorarea percepției asupra riscului asociat piețelor financiare din regiune, inclusiv ca urmare a evoluțiilor peste așteptări ale unor indicatori economici, relevante de datele statistice publicate în acest interval^{38,39}. În ultimele zile din august, rata de schimb leu/euro a revenit însă abrupt la valorile din debutul lunii, mișcare ce s-a corelat doar parțial cu evoluțiile ratelor de schimb ale principalelor monede din regiune⁴⁰.

Cursul de schimb leu/euro a consemnat o nouă scădere în prima parte a lunii septembrie, pe care și-a anulat-o însă integral ulterior, în contextul demersurilor interne legate de configurarea și adoptarea celui de al doilea pachet de măsuri fiscale corective, dar și pe fondul modificării așteptărilor investitorilor privind cadența/amplitudinea reducerii în perspectivă a ratei dobânzii Fed⁴¹, de natură să afecteze apetitul global pentru risc și să determine o ajustare descrescătoare a raportului euro/dolar.

În regiune, cursurile de schimb față de euro ale principalelor monede s-au caracterizat și în trimestrul III prin evoluții mixte, inclusiv pe fondul acțiunii unor factori interni⁴². Astfel, forintul și coroana cehă și-au prelungit trendul general de apreciere, ratele lor de schimb coborând până la minime ale ultimilor circa 1-2 ani, în timp ce cursul de schimb zlot/euro și-a stopat descreșterea, menținându-se în intervalul de oscilație din trimestrul precedent (Grafic 3.8).

³⁷ Așteptările investitorilor privind reducerea de către Fed a ratei dobânzii în luna septembrie au crescut în acest interval ca efect al evoluției sub așteptări a pieței muncii și au fost consolidate ulterior de semnalele transmise de banca centrală.

³⁸ În cazul României, datele statistice au evidențiat o creștere peste așteptări a economiei în trimestrul II 2025. În regiune, activitatea economică și-a accelerat întrucâtva creșterea trimestrială în Polonia în același interval, și-a reluat ascensiunea în Ungaria după contracția din precedentele trei luni, dar și-a încetinit avansul ceva mai mult decât s-a anticipat în Cehia.

³⁹ În data de 15 august, agenția Fitch a reconfirmat ratingul suveran al României (BBB), cu perspectivă negativă.

⁴⁰ Acestea au înregistrat creșteri relativ pronunțate în debutul ultimei decade a lunii, în contextul unui scurt episod de apreciere a dolarului, survenit ulterior publicării minuitei ședinței de politică monetară a Fed din 29-30 iulie, în care riscurile ascendente la adresa inflației au fost apreciate ca fiind mai mari decât cele descendente la adresa ocupării forței de muncă de majoritatea participanților.

⁴¹ În condițiile rezilienței economiei și a pieței muncii din SUA relevante de noile date statistice, precum și ale semnalelor date de președintele Fed în cadrul unui discurs în data de 23 septembrie

⁴² Din această perspectivă, relevante au fost, în Cehia și în Ungaria, așteptările privind menținerea neschimbată a ratei dobânzii de politică monetară de către băncile centrale, iar în Polonia, continuarea scăderii ratei dobânzii de referință de către BNP, dar și îngrijorările legate de situația fiscală.

Față de dolarul SUA, leul și-a întrerupt tendința de apreciere în iulie și a slăbit întrucâtva în august, dar s-a întărit ulterior, în condițiile reluării trendului general de depreciere a monedei americane pe piața financiară internațională.

Rulajul pieței valutare interbancare s-a redus în trimestrul III față de maximul atins în precedentele trei luni, dar a rămas ridicat din perspectivă istorică, în timp ce soldul tranzacțiilor s-a ameliorat considerabil, după valoarea negativă record consemnată în trimestrul anterior.

Pe ansamblul trimestrului III, leul s-a depreciat față de euro cu 0,8 la sută în termeni nominali^{43,44} și s-a apreciat cu 3,9 la sută în termeni reali. În raport cu dolarul SUA, acesta s-a întărit cu 2,2 la sută în termeni nominali și cu 7,1 la sută în termeni reali. Din perspectiva variației anuale a cursului de schimb consemnate în trimestrul III, moneda națională și-a accentuat deprecierea față de euro și și-a menținut aproape constantă aprecierea în raport cu dolarul SUA.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Masa monetară (M3) și-a reaccelerat ușor creșterea anuală în iulie-august 2025, până la o valoare medie la 8,8 la sută⁴⁵, de la 8,5 la sută în trimestrul II, în corelație

cu caracteristicile finanțării cheltuielilor bugetare și cu ameliorarea soldului schimburilor comerciale cu exteriorul (Tabel 3.2).

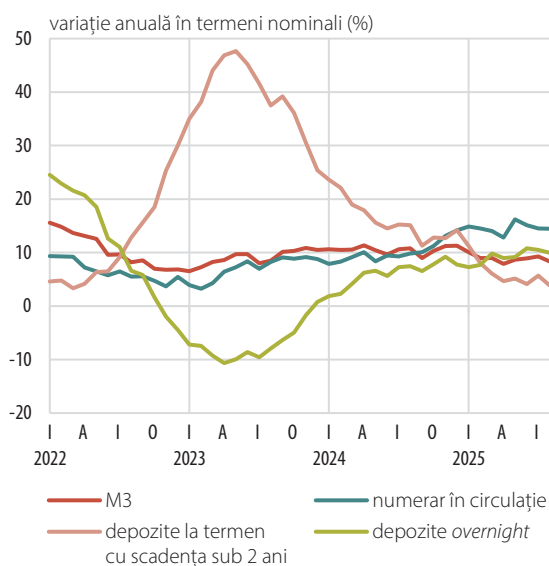
Tabel 3.2. Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

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

Din punct de vedere structural, plusul de ritm al masei monetare a fost antrenat de o nouă creștere consemnată de dinamica anuală de două cifre a componentei sale celei mai lichide (M1), atribuibilă de această dată aproape integral plasamentelor ON în valută ale populației (exprimate în euro)⁴⁶, care au continuat să-și accelereze ascensiunea în termeni anuali, deși soldul lor a rămas cvasiconstant în iulie-august (Grafic 3.9). În același timp, dinamica anuală a depozitelor ON în lei și-a încetinit vizibil

mersul descendent – în condițiile în care prelungirea scăderii ritmului plasamentelor populației a fost contrabalansată aproape integral ca impact de creșterea celui aferent depozitelor societăților nefinanciare și ale IFNM –, iar variația de două cifre a numerarului în circulație s-a redus foarte ușor.

⁴³ Față de trimestrul precedent, pe baza valorilor medii trimestriale ale cursului de schimb
⁴⁴ În același interval, forintul s-a întărit în raport cu euro cu 2,1 la sută, coroana cehă cu 1,7 la sută, iar zlotul cu 0,1 la sută.
⁴⁵ În termeni reali, M3 și-a stopat creșterea față de aceeași perioadă a anului trecut (după ce aceasta a decelerat la 3,0 la sută în trimestrul II), în condițiile măririi ratei anuale a inflației.
⁴⁶ O mică influență a venit și din partea plasamentelor ON în valută ale IFNM (exprimate în euro).

Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare

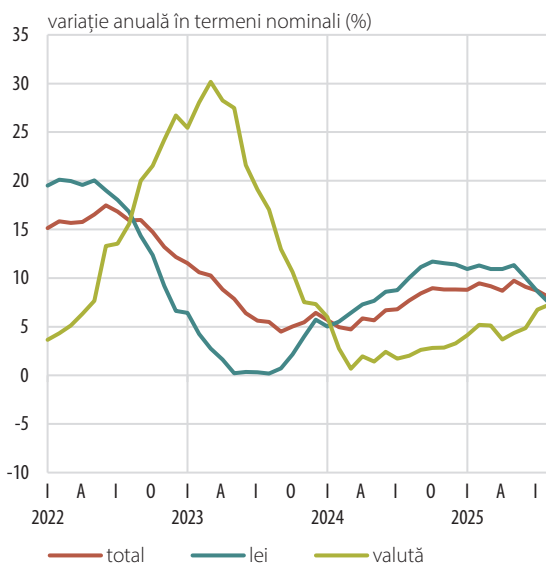
La rândul său, variația anuală a depozitelor la termen sub doi ani și-a stopat descreșterea pronunțată din precedentele opt trimestre, mărindu-se marginal pe ansamblul intervalului iulie-august. Evoluția a fost rezultanta creșterii pe mai departe a ritmului componente în valută (exprimată în euro), cu precădere pe seama plasamentelor populației, care s-a asociat cu o încetinire puternică a scăderii ritmului componente în monedă națională, indusă de dinamica depozitelor societăților nefinanciare. Ponderea M1 în M3 a înregistrat totuși o scădere marginală, la 62,1 la sută în august, de la 62,2 la sută în iunie, reprezentând un maxim al ultimilor doi ani.

Din perspectiva principalelor categorii de deținători, plusul de dinamică a M3 a fost generat de reaccelerarea creșterii plasamentelor societăților nefinanciare în acest interval, inclusiv în corelație cu ameliorarea soldului balanței comerciale. În același

timp, variația anuală a depozitelor populației și-a încetinit scăderea față de trimestrul anterior, în condițiile în care descreșterea dinamicii venitului disponibil s-a asociat cu o cvasistagnare a cumpărărilor de bunuri și servicii în acest interval.

La nivelul contrapartidelor M3, activele externe nete ale sistemului bancar și-au mărit considerabil dinamica anuală⁴⁷, în timp ce creditul net al administrației

publice centrale și-a accentuat puternic scăderea de ritm în raport cu media trimestrului precedent – în condițiile creșterii depozitelor în valută ale sectorului –, iar creditul acordat sectorului privat și-a decelerat vizibil creșterea în termeni anuali.

Grafic 3.10. Creditul acordat sectorului privat pe monede

Creditul acordat sectorului privat

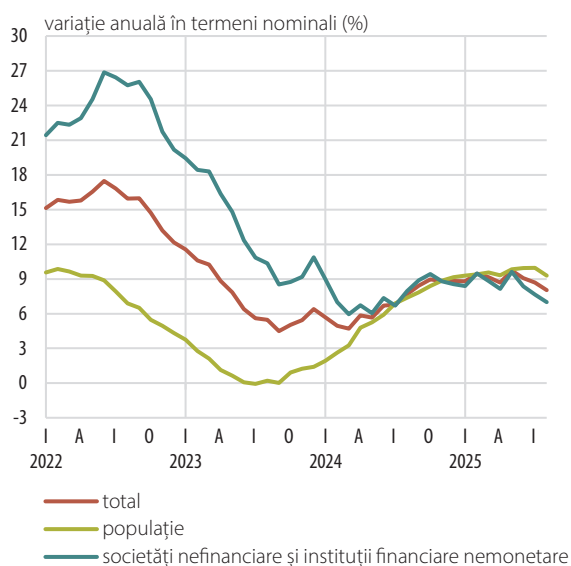
Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a stopat trendul ascendent, reducându-se la 8,4 la sută⁴⁸ pe ansamblul intervalului iulie-august, de la 9,2 la sută în trimestrul II⁴⁹, ca urmare a accentuării descreșterii variației componente în lei (pe palierul de o cifră), care a fost doar parțial compensată ca efect de reaccelerarea creșterii creditului în valută (exprimat în euro). Pe acest fond, ponderea creditului în lei în total și-a accelerat ușor scăderea, ajungând la 69,3 la sută în august, de la 69,7 la sută în luna iunie (Grafic 3.10).

⁴⁷ În luna iulie 2025, Ministerul Finanțelor a emis euroobligațiuni în valoare de circa 4,7 miliarde euro.

⁴⁸ Dinamica anuală reală a creditului acordat sectorului privat și-a accelerat descreșterea, inclusiv pe fondul creșterii ratei anuale a inflației, ajungând la -0,4 la sută în iulie-august, de la 3,6 la sută în trimestrul II.

⁴⁹ Maximul ultimelor nouă trimestre

Grafic 3.11. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Din perspectivă sectorială, pierderea de ritm a creditului acordat sectorului privat a fost determinată în principal de împrumuturile societăților nefinanciare⁵⁰, a căror dinamică anuală a scăzut în iulie-august, după o ascensiune continuă de patru trimestre (Grafic 3.11). Inflexiunea s-a produs în condițiile accentuării puternice a descreșterii ritmului componente în lei – în pofda recordului absolut înregistrat de creditele noi în luna iulie⁵¹, chiar și fără aportul programelor guvernamentale –, care a devansat cu mult ca impact accelerarea semnificativă a creșterii creditului în valută (exprimat în euro), în principal pe seama evoluției împrumuturilor pe termen mediu și lung.

Rata de creștere anuală a creditului populației și-a stopat ascensiunea lentă din precedentele șapte trimestre, reducându-se marginal pe ansamblul

primelor două luni din trimestrul III, în condițiile în care ritmul înalt al creditului în lei a continuat să descrească – cu toate că fluxul creditului în lei pentru consum⁵² și cel al creditului în lei pentru locuințe⁵³ au atins în iulie maxime istorice –, în timp ce componenta în valută (exprimată în euro) și-a atenuat ușor contracția amplă în termeni anuali.

⁵⁰ O influență notabilă a venit și din partea împrumuturilor IFNM, a căror dinamică anuală a continuat să se reducă față de media trimestrului precedent, pe seama evoluției creditului în valută (exprimat în euro).

⁵¹ Exclusiv credite renegociate

⁵² Volumul împrumuturilor noi pentru consum a consemnat totuși o scădere pe ansamblul intervalului în raport cu media trimestrului II, iar dinamica soldului acestui credit și-a prelungit scăderea.

⁵³ Dinamica anuală a creditelor pentru locuințe a înregistrat o mică creștere pe ansamblul intervalului.

4. Perspectivile inflației

Prognoza actualizată anticipează reducerea ratei anuale a inflației IPC pe cvasitotalitatea intervalului de proiecție, traiectoria fiind configurată în principal de șocurile de ofertă recente și influențele asociate procesului de consolidare fiscală. Astfel, sub impactul scumpirii energiei electrice în iulie și al majorării impozitelor indirecte (TVA și accize) în august 2025, rata inflației se va menține la niveluri ridicate, dar cu o tendință de atenuare relativă, până la mijlocul anului viitor. Eliminarea impactului șocurilor menționate din baza de calcul a ratei anuale va determina o scădere semnificativă a acesteia în trimestrul III 2026, evoluție susținută suplimentar de persistența și chiar de accentuarea valorilor negative ale *gapului* PIB. Pe termen mediu, dinamica IPC este proiectată să se reducă treptat, pe fondul intensificării influențelor dezinflaționiste transmise prin canalul cererii agregate, ca urmare a măsurilor fiscale restrictive. În aceste condiții, valorile prognozate ale ratei anuale a inflației sunt de 9,6 la sută la finele anului curent, de 3,7 la sută în decembrie 2026 și de 2,9 la sută la orizontul proiecției, trimestrul III 2027.

Comparativ cu prognoza publicată în *Raportul asupra inflației* din luna august, rata anuală a inflației IPC se plasează la valori mai ridicate pe tot intervalul proiecției, cu 0,8 puncte procentuale la finele anului curent, cu 0,7 puncte procentuale în decembrie 2026 și cu 0,3 puncte procentuale în trimestrul II 2027 (orizontul prognozei precedente). Revizuirea ascendentă este determinată în principal de cea a inflației de bază. Aceasta a reflectat persistența presiunilor asupra costurilor, transmisia alertă pe anumite segmente a majorărilor recente ale impozitelor indirecte, precum și procesul de refacere a marjelor comerciale de către anumiți operatori, în contextul adaptării la noile condiții fiscale și la modificarea factorilor fundamentali care influențează dinamica variabilei. În prima parte a intervalului proiecției, contribuții suplimentare la creșterea inflației provin și din partea energiei electrice, parțial compensate de o revizuire descendentă a dinamicii prețurilor combustibililor și alimentelor din categoria LFO.

Balanța riscurilor privind inflația IPC rămâne înclinată în sens ascendent, sugerând posibilitatea unor abateri în sus de la traiectoria proiectată în scenariul de bază. În acest context, o relevanță aparte o au impactul liberalizării pieței gazelor naturale, iar într-o măsură mai redusă, eliminarea plafoanelor de preț aplicate unor produse alimentare de strictă necesitate. Similar rundei precedente, o tracțiune dezinflaționistă este atribuită unei eventuale slăbiri suplimentare a activității economice.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Comparativ cu *Raportul* precedent, dinamica activității economice a partenerilor externi, aproximată prin agregatul PIB UE efectiv, a fost revizuită în sus în 2025,

la 1,3 la sută – față de 1,1 la sută –, respectiv în jos în 2026, la 1,2 la sută – față de 1,3 la sută (Tabel 4.1). Pe termen scurt, după epuizarea efectului favorabil generat de devansarea exporturilor din prima parte a anului curent și pe fondul implementării efective a politicilor protecționiste ale Statelor Unite, prognoza anticipează o moderare a ritmului de creștere economică, însă cu menținerea unei relative reziliențe a activității economice din Uniunea Europeană. Pe termen mediu, dinamica indicatorului va fi susținută de creșterea venitului disponibil, de atenuarea incertitudinii și de refacerea treptată a cererii extracomunitare. Un aport favorabil la dinamizarea creșterii este așteptat să provină și din partea impulsului fiscal asociat sporirii cheltuielilor pentru apărare și infrastructură. În aceste condiții,

deviația cererii externe efective este estimată a persista în teritoriu negativ pe întregul interval de proiecție, similar evaluării precedente.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2025	2026
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,3	1,2
Inflația anuală din zona euro (%)	2,1	1,7
Inflația anuală din zona euro exclusiv produse energetice (%)	2,5	2,1
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,8	3,3
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	2,2	1,9
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,13	1,19
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	69,3	64,0

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

Rata medie anuală a inflației din zona euro a fost revizuită ușor în sens ascendent față de *Raportul* anterior, atât pentru anul curent, cât și, marginal, pentru anul 2026. Revizuirea reflectă în principal influența componentelor energetică și alimentară, pe fondul persistenței efectelor creșterilor anterioare ale prețurilor internaționale ale materiilor prime. În anul 2026, revizuirea are în vedere și atenuarea magnitudinii efectului favorabil estimat anterior ca urmare a unor măsuri administrative de reducere a prețului energiei electrice în Germania. Rata anuală a inflației *headline* este anticipată să coboare de la 2,1 la sută în trimestrul III 2025 la 2 la sută în trimestrul IV. Ulterior, până la orizontul proiecției, rata inflației *headline* este așteptată să se poziționeze sub nivelul de 2 la sută, cu un minim de 1,6 la sută preconizat pentru trimestrele I și III 2026, urmând ca, la orizontul proiecției, aceasta să revină la 2 la sută.

Prognoza ratei inflației IAPC exclusiv energia⁵⁴ din zona euro a fost revizuită în sus față de *Raportul* anterior, atât pentru anul 2025, cât și pentru anul 2026, pe seama componentei alimentare. În profil trimestrial, dinamica anuală a ratei inflației IAPC excluzând energia o urmează pe cea a inflației *headline*, fiind însă mai alertă pe termen scurt decât aceasta. Printre factorii care influențează evoluția indicatorului se numără o scădere anticipată a inflației serviciilor, inclusiv pe fondul temperării presiunilor salariale, dar și moderarea inflației bunurilor ca urmare a aprecierii euro.

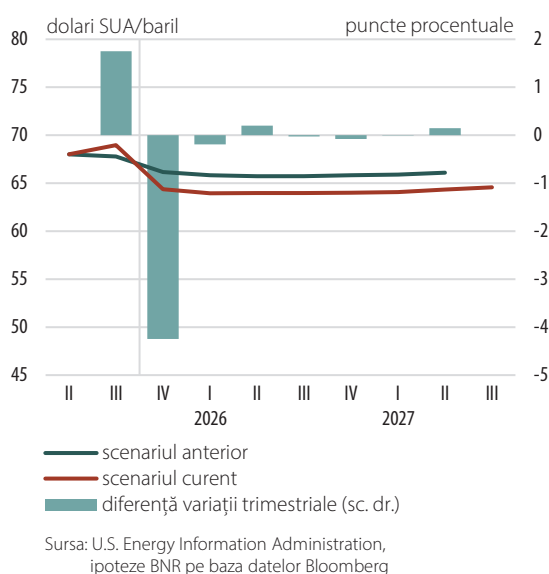
⁵⁴ O măsură care aproximează inflația importată a României.

La orizontul prognozei, trimestrul III 2027, rata inflației IAPC exclusiv energia este evaluată să se poziționeze la un nivel ușor sub cel al inflației *headline*, respectiv 1,9 la sută.

Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni a continuat să se reducă și este anticipată să scadă ușor și în perioada imediat următoare, atingând un nivel de aproximativ 1,9 la sută în trimestrul I 2026. Pe termen mai lung, este anticipată o revenire, până la circa 2,1 la sută în trimestrul III 2027. Poziționarea ratei reale a dobânzii EURIBOR la 3 luni în raport cu nivelul său estimat de echilibru sugerează, pe termen scurt, o orientare stimulative a conduitei politicii monetare a BCE. Ulterior, aceasta este proiectată să se stabilizeze în jurul nivelului neutru, până la orizontul proiecției.

În trimestrul al treilea al anului curent, dolarul SUA a continuat să se deprecieze în raport cu moneda unică europeană. Tendința s-a inversat temporar la începutul lunii octombrie, după care dolarul a revenit pe o traiectorie de depreciere, marcată de episoade punctuale de întărire. În perioada recentă, anticipațiile privind o conduită monetară mai relaxată a Rezervei Federale au exercitat presiuni suplimentare în sensul deprecierei monedei americane. Aceste fluctuații în ambele sensuri subliniază volatilitatea recent amplificată a perechii euro-dolar. Deprecierea dolarului american de pe parcursul anului curent a avut loc în contextul reorientării fluxurilor de capital dinspre SUA, pe fondul slăbirii fundamentelor economiei americane – inclusiv ca efect al politicilor protecționiste – și al îmbunătățirii perspectivei economiei zonei euro. Aceasta din urmă a fost sprijinită de angajamentele UE privind creșterea cheltuielilor pentru apărare, dar și de discuțiile avansate privind flexibilizarea regulilor fiscale în Germania, cu potențial de stimulare a investițiilor private. Pe parcursul intervalului de proiecție, ritmul deprecierei dolarului american față de euro este anticipat să se tempereze semnificativ, deși probabilitatea apariției unor noi episoade de volatilitate, cu frecvență lunară sau trimestrială, rămâne ridicată.

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

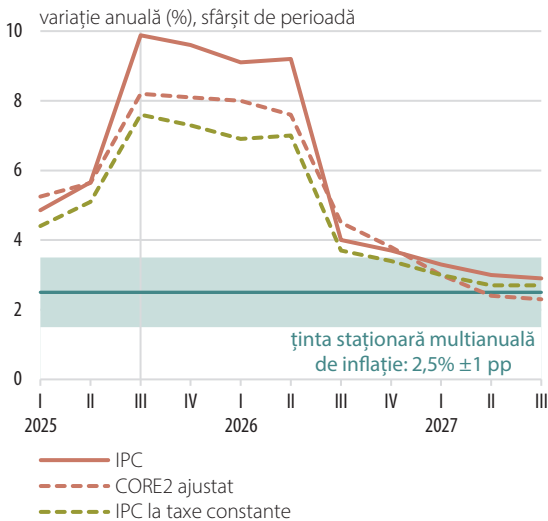


Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent a fost fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și anticipează o traiectorie ușor descendentă pe termen mediu, în contextul atât al perspectivei de pace în Orientul Mijlociu, cât și al unei oferte robuste. Astfel, la orizontul proiecției, prețul petrolului Brent este prevăzut a se plasa în jurul valorii de 64,6 dolari SUA/baril (Grafic 4.1). Pe latura cererii, pe termen scurt și mediu, o eventuală escaladare a tensiunilor comerciale dintre SUA și China ar putea exercita presiuni suplimentare asupra cotației petrolului, prin diminuarea așteptărilor privind creșterea economică globală. Pe latura ofertei, este previzibilă majorarea producției țărilor exportatoare de țiței, susținută de o relativă stabilizare geopolitică în Orientul Mijlociu. În acest context, la începutul lunii octombrie, OPEC+ a anunțat o creștere a producției cu 137 000 de barili pe zi, începând cu luna noiembrie, semnalând o orientare mai echilibrată între susținerea prețurilor și consolidarea ofertei globale.

1.2. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC a înregistrat o creștere accentuată în trimestrul III 2025, urcând la 9,88 la sută în septembrie, cu 4,2 puncte procentuale peste nivelul din iunie

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



Sursa: INS, proiecție BNR

și cu 0,7 puncte procentuale peste cel anticipat în *Raportul asupra inflației* din august. Evoluția a fost determinată în principal de scumpirea energiei electrice în luna iulie și de majorarea impozitelor indirecte în august⁵⁵. În continuare, rata inflației este prognozată pe o traiectorie descendentă pe cvasitotalitatea intervalului proiecției, evoluția fiind conturată de șocurile de ofertă recente și de efectele procesului de consolidare fiscală. Sub impactul scumpirilor menționate, rata anuală a inflației va rămâne la valori ridicate, dar cu o tendință de atenuare, până la jumătatea anului viitor (Grafic 4.2). Ulterior, ieșirea din baza de calcul a acestor efecte va determina o scădere semnificativă, de circa 5,2 puncte procentuale în trimestrul III 2026, susținută suplimentar și de accentuarea valorilor negative ale *gapului* PIB. Pe termen mediu, procesul de consolidare fiscală va exercita presiuni dezinflaționiste prin reducerea cererii agregate, ceea ce va determina o scădere

treptată a dinamicii IPC, reflectând inclusiv ajustarea anticipațiilor privind inflația. În aceste condiții, rata anuală a inflației este prognozată la 9,6 la sută la finele anului curent și la 3,7 la sută la sfârșitul anului viitor, aceasta urmând să revină în interiorul intervalului țintei în trimestrul I 2027 și să se plaseze la nivelul de 2,9 la sută la orizontul prognozei, trimestrul III 2027 (Grafic 4.2, Tabel 4.2).

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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2025	2026				2027		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	9,6	9,1	9,2	4,0	3,7	3,3	3,0	2,9
Proiecție IPC*	7,3	6,9	7,0	3,7	3,4	3,0	2,7	2,7
Proiecție CORE2 ajustat	8,1	8,0	7,6	4,5	3,8	3,0	2,4	2,3

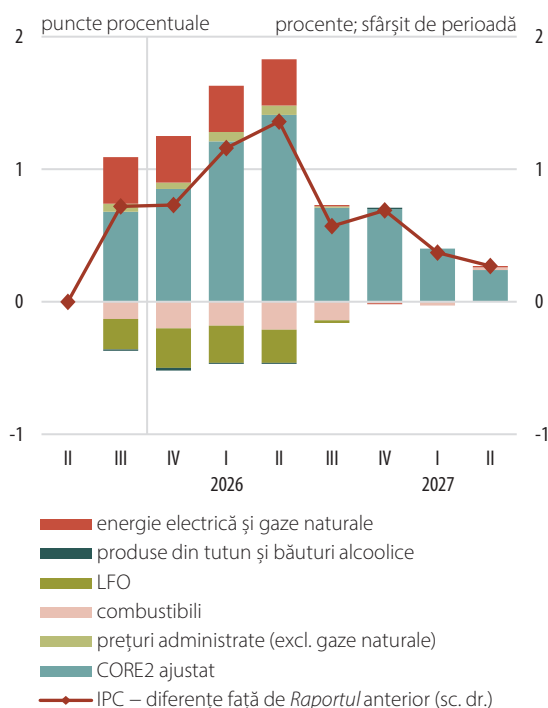
*) calculat la taxe constante

Comparativ cu proiecția din *Raportul asupra inflației* din luna august, rata anuală a inflației IPC se plasează la valori mai ridicate pe tot intervalul de prognoză: cu 0,8 puncte procentuale la finele anului curent, cu 0,7 puncte procentuale în decembrie 2026 și cu 0,3 puncte procentuale în trimestrul II 2027, orizontul proiecției anterioare (Grafic 4.3). Revizuirea ascendentă este explicată în principal de cea a inflației de bază, în contextul persistenței presiunilor asupra costurilor, al transmiterii rapide a majorărilor recente ale impozitelor indirecte și al procesului de refacere a marjelor comerciale. În prima parte a intervalului

proiecției, contribuții suplimentare au provenit și din segmentul energiei electrice, ca urmare a subestimării scumpirii survenite la momentul liberalizării pieței. În sens

⁵⁵ Impactul direct asupra ratei anuale a inflației IPC este estimat la 2,3 puncte procentuale în cazul energiei electrice și la 2 puncte procentuale pentru majorarea impozitelor indirecte.

Grafic 4.3. Descompunerea ratei anuale a inflației IPC, diferențe față de *Raportul precedent*



Sursa: proiecție BNR

opus, au fost ajustate în jos dinamica prețurilor combustibililor și cea a alimentelor volatile (LFO). Totodată, gradul de transmisie a majorării cotelor de TVA a fost reevaluat la aproximativ 85 la sută⁵⁶, ceea ce implică un impact direct ușor mai ridicat asupra indicelui agregat.

La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a accelerat puternic în trimestrul III 2025, până la 8,1 la sută în luna septembrie, cu +2,5 puncte procentuale peste nivelul din iunie și cu +1 punct procentual peste estimarea precedentă. În continuare, inflația de bază se va înscrie pe o traiectorie continuu descendentă, cu o scădere mai pronunțată în trimestrul III 2026, odată cu ieșirea din baza de calcul a impactului creșterii impozitelor indirecte. Această evoluție reflectă influența procesului de consolidare fiscală asupra *gapului* PIB, proiectat în adâncire în teritoriu negativ până la finele anului viitor. În același timp, după creșterea abruptă din trimestrul III 2025, și anticipațiile privind inflația sunt proiectate pe o traiectorie descendentă pe intervalul prognozei. Suplimentar, este anticipată și dispararea treptată a șocurilor inflaționiste care au

afectat în special subcomponentele bunuri alimentare și servicii, unde s-au înregistrat scumpiri peste așteptări în luna august, ca efect al majorării cotelor de TVA⁵⁷.

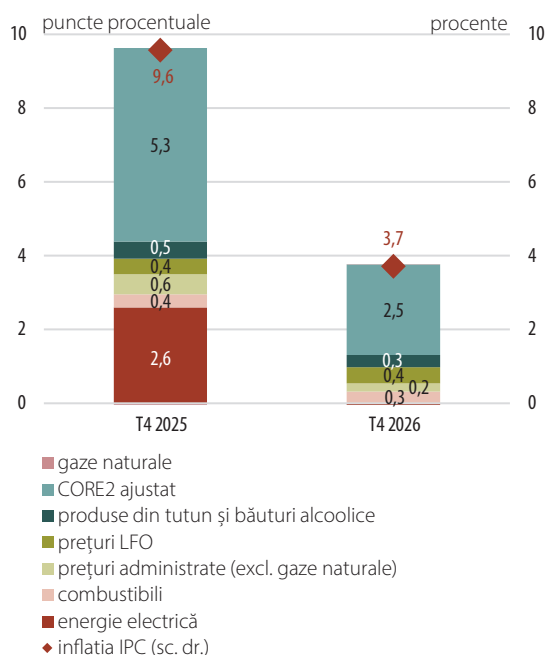
De asemenea, presiunile din partea prețurilor bunurilor din import se vor atenua gradual, în linie cu decelerarea inflației IAPC exclusiv energie din zona euro. În aceste condiții, proiecția actualizată plasează rata anuală a inflației CORE2 ajustat la 8,1 la sută la finele anului curent, la 3,8 la sută în decembrie 2026 și la 2,3 la sută în trimestrul III 2027 (Grafic 4.2). În semestrul II al anului viitor, valorile proiectate ale ratei anuale a inflației CORE2 ajustat vor depăși temporar nivelurile corespunzătoare inflației *headline*, un efect al persistenței sporite a componentei.

Comparativ cu prognoza anterioară, rata anuală a inflației de bază este situată pe o traiectorie superioară pe tot intervalul proiecției. Astfel, proiecția actualizată este mai ridicată cu 1,3 puncte procentuale la finele anului curent, cu 1,1 puncte procentuale în decembrie 2026 și cu 0,4 puncte procentuale în trimestrul II 2027. Revizuirea este mai amplă în prima parte a intervalului proiecției, pe seama subestimării impactului direct al majorării cotelor TVA⁵⁸ și a șocurilor inflaționiste recente manifestate la nivelul subcomponentelor bunuri alimentare și servicii. Anticipațiile inflaționiste au fost

⁵⁶ În runda anterioară, ipoteza a fost de 78 la sută.

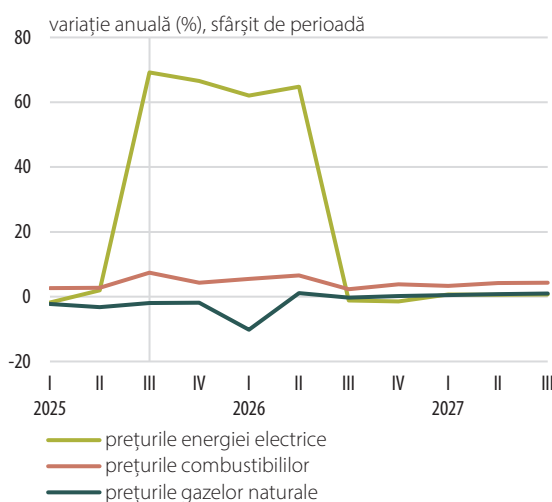
⁵⁷ Creșterile de preț s-au produs pe fondul presiunilor acumulate la nivelul costurilor salariale și al celor cu energia și în condițiile creșterii bruște a anticipațiilor inflaționiste, context care a facilitat protejarea marjelor de profit. Eliminarea plafoanelor la tarifele la electricitate a afectat mai puternic producătorii din industria alimentară și IMM, inclusiv din sectorul serviciilor, care beneficiau de plafoane mai scăzute decât ceilalți operatori economici. De asemenea, majorarea TVA a avut și unele efecte indirecte prin rotunjiri în sus ale prețurilor.

⁵⁸ Gradul de transmisie a fost reevaluat de la 70 la sută la circa 90 la sută.

Grafic 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC*

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

Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale

Sursa: INS, proiecție BNR

revizuite în sus pe cvasitotalitatea intervalului prognozei, cu o magnitudine mai ridicată pe termen scurt, iar *gapul* PIB a fost reevaluat în sus în prima parte a acestuia, respectiv în jos în a doua.

În ceea ce privește componentele exogene ale coșului, nivelul prognozat al contribuției cumulate a acestora la rata anuală a inflației IPC este similar celui din *Raportul* din august, respectiv 4,4 puncte procentuale la finele anului curent și 1,3 puncte procentuale în decembrie 2026. La orizontul prognozei, septembrie 2027, aceasta este previzionată la 1,5 puncte procentuale (Grafic 4.4). În structură, au existat unele reconfigurări ale contribuțiilor componentelor pentru decembrie 2025. Astfel, subestimarea dinamicii prețului energiei electrice, în principal pe seama subevaluării impactului liberalizării pieței de profil în luna iulie a anului curent, a fost contrabalansată de evoluții mai favorabile la nivelul prețurilor LFO și ale combustibililor.

Ritmul anual de creștere a prețurilor combustibililor este imprimat în prima parte a intervalului de proiecție, în principal, de impactul inflaționist al majorării impozitelor indirecte – TVA și accize – din luna august 2025 (cu efecte timp de 12 luni). Transmisia în prețuri a acestor măsuri fiscale a fost mai redusă decât cea anticipată în *Raportul* din august⁵⁹, inclusiv în contextul evoluțiilor mai favorabile ale cotațiilor țițeiului⁶⁰. Astfel, dinamica pentru finele anului curent a fost revizuită descendent. Ulterior, în a doua parte a intervalului de proiecție, în contextul relativei stabilizări a cotațiilor *futures* ale petrolului, evoluția anuală a prețurilor combustibililor este proiectată a se menține la valori plasate în proximitatea marginii superioare a intervalului țintei centrale, niveluri relativ apropiate celor previzionate în *Raportul* anterior (Grafic 4.5, Tabel 4.3).

Dinamica anuală a prețurilor energiei electrice este imprimată până în trimestrul II 2026 de impactul

⁵⁹ Impactul majorării impozitelor indirecte din luna august 2025 (majorarea cotei standard de TVA de la 19 la sută la 21 la sută și o majorare a accizei aplicabile asupra prețurilor la benzină-motorină cu 10 la sută) asupra dinamicii anuale a ratei inflației IPC este estimat la circa 0,3 puncte procentuale comparativ cu 0,5 puncte procentuale în *Raportul* din august. Totuși, nu este exclusă o transmitere etapizată, pentru evitarea descurajării cererii în cazul carburanților, respectiv pe fondul extinderii cererii la debutul sezonului rece în cazul lemnului de foc.

⁶⁰ Pentru detalii a se consulta Secțiunea 1.1. Ipoteze externe.

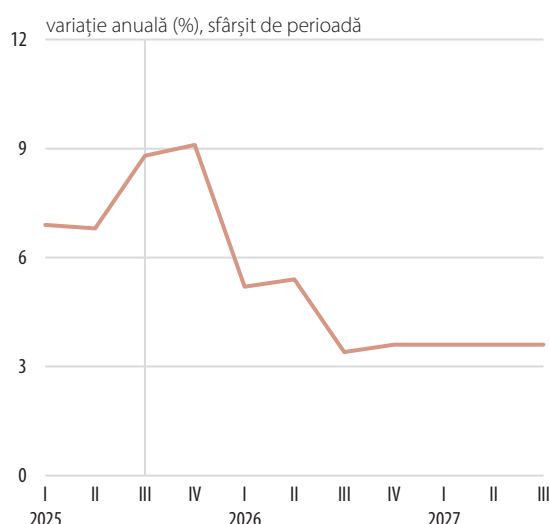
Tabel 4.3. Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă		
	dec. 2025	dec. 2026	sep. 2027
Prețuri bunuri energetice	18,8	1,7	2,7
Prețuri combustibili	4,3	3,8	4,3
Prețuri energie electrică	66,6	-1,5	0,7
Prețuri gaze naturale	-1,9	0,2	1,0
Prețuri LFO	7,3	7,3	8,6
Prețuri administrate (excl. gaze naturale)	9,1	3,6	3,6
Prețuri produse din tutun și băuturi alcoolice	6,7	4,7	4,4

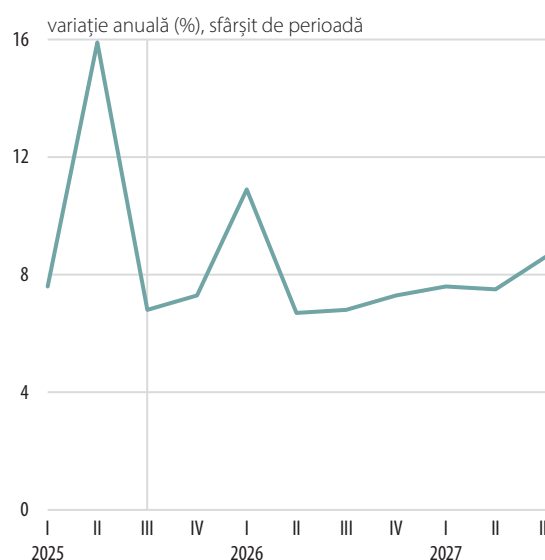
Sursa: INS, proiecție BNR

liberalizării pieței de profil în luna iulie 2025, valorile proiectate plasându-se în jurul nivelului de 60 la sută (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Traectoria prognozată pentru acest interval este superioară celei din *Raportul asupra inflației* precedent, pe fondul unui impact mai amplu decât cel previzionat al liberalizării. Pentru restul intervalului de proiecție, în absența unor informații suplimentare privind ofertele furnizorilor din piață, scenariul de bază încorporează, similar runde anterioare, modificări minore ale prețurilor energiei electrice, reflectând, cu precădere, modificarea structurii coșului de furnizori, care urmează a fi realizată de INS la începutul anului viitor.

Dinamica tarifelor gazelor naturale din ultimul trimestru al anului curent și trimestrul I al anului 2026 este determinată exclusiv de efectele schemei de plafonare a prețurilor pentru consumatorii casnici, plasându-se în teritoriu negativ (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Ulterior expirării schemei de plafonare în aprilie 2026, în absența unor informații certe privind măsurile autorităților de profil, scenariul de bază încorporează modificări marginale ale prețurilor gazelor naturale. Valorile prognozate sunt în linie cu cele publicate în *Raportul* precedent.

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. gaze naturale)

Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.7. Inflația anuală a prețurilor LFO

Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica anuală a prețurilor administrate – exclusiv tarife gaze naturale – este anticipată a consemna valori plasate semnificativ peste intervalul țintei centrale până în trimestrul III 2026, pe fondul majorării TVA, începând cu luna august 2025, pentru toate subcomponentele grupei⁶¹ (Grafic 4.6, Tabel 4.3). Nivelul prognozat pentru finele

⁶¹ Subcomponentele cele mai afectate au fost cele asupra cărora se aplică valoarea redusă de TVA (energie termică, apă-canal-salubritate etc.), în cazul acestora majorarea fiind de la 5 sau 9 la sută la 11 la sută.

anului curent a fost revizuit ascendent, în contextul unei creșteri mai ample a prețurilor decât cea proiectată, ocazionată de modificarea cotei TVA. Pentru restul intervalului de prognoză, se anticipează o stabilizare a dinamicii anuale a grupei la niveluri apropiate de cele previzionate anterior, evoluția fiind fundamentată pe baza tiparului istoric al ajustărilor operate în cazul principalelor categorii de produse.

Rata anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este prognozată a se menține la niveluri ridicate, plasate peste marginea superioară a intervalului țintei (Grafic 4.7, Tabel 4.3). Nivelul așteptat pentru finele anului curent reflectă majorarea cotei TVA, dar și evoluțiile recente mai favorabile, pe fondul corecțiilor ulterioare scumpirilor ample din perioada aprilie-iunie, fiind revizuit descendent față de *Raportul* din august. Pentru decembrie 2026, dinamica previzionată este în linie cu cea proiectată anterior, având la bază ipoteza unei recolte agricole normale anul viitor.

Traectoria dinamicii anuale a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este grevată în prima parte a intervalului proiecției de impactul majorării impozitelor indirecte în august 2025 – TVA și accizele aplicabile acestor produse. Ulterior, se preconizează o temperare a dinamicii grupei (Tabel 4.3). Evoluția componentei este configurată în principal pe baza majorărilor de accize prevăzute în legislație, dar luând în considerare și comportamentul operatorilor din domeniu privind ajustarea prețurilor finale. Traectoria previzionată este relativ similară celei din *Raportul* din august.

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

Deviația PIB (*gapul PIB*)

În trimestrul II 2025, PIB real a consemnat un avans puternic în termeni trimestriali⁶², semnificativ peste ritmul moderat anticipat în *Raportul* precedent. În structură, formarea brută de capital fix a evoluat considerabil sub așteptările formulate anterior, în timp ce consumul efectiv al gospodăriilor populației și exporturile au avut evoluții ușor mai favorabile, iar importurile au avansat în linie cu prognoza. Pe acest fond, abaterea pozitivă a dinamicii PIB real față de proiecție a reflectat, în mare parte, contribuția ridicată a componentei reziduale – respectiv discrepanța statistică și variația stocurilor – cu un conținut economic extrem de redus.

După o evoluție peste așteptări în trimestrul II 2025, economia este anticipată să intre într-o fază de încetinire vizibilă în a doua jumătate a anului. Evoluția prognozată este atribuită în principal efectelor măsurilor de consolidare fiscală, care afectează cu precădere consumul intern. Reducerea venitului disponibil real al gospodăriilor, determinată de majorarea impozitelor indirecte și de eliminarea plafonării prețurilor la energia electrică, s-a reflectat deja în diminuarea cifrei de afaceri din comerț și servicii. Această tendință este confirmată și de indicatorii de încredere din sondajul DG ECFIN, care au atins în trimestrul III niveluri minime multianuale, în special în

⁶² Conform Comunicatului INS nr. 259 din 10 octombrie 2025 aferent datelor PIB provizorii 2

rândul consumatorilor⁶³. Deși deteriorarea sentimentului economic în trimestrul III a fost generalizată⁶⁴, impactul la nivelul indicatorilor *hard* a fost mai redus în comerțul auto și, în special, în construcții. Totuși, evoluțiile puternic divergente observate în primele două luni ale trimestrului sugerează existența unui efect de cerere devansată (engl. *frontloading*), a cărui disipare este anticipată în perioada următoare. Nu în ultimul rând, schimburile internaționale sunt afectate de performanța modestă a industriei, suprapusă unei cereri externe încă anemice. Comparativ cu *Raportul* anterior, dinamica pe termen scurt a PIB real a fost revizuită descendent, în urma rezultatelor sub așteptări consemnate de o serie de indicatori sectoriali relevanți.

În termeni anuali, pentru 2025 se anticipează o creștere moderată a PIB real, urmată de o decelerare pronunțată în 2026. Evoluția prognozată reflectă, pe de o parte, menținerea unui ritm relativ robust al PIB potențial și impactul presupus favorabil, în creștere, al fondurilor europene provenite din multiple surse⁶⁵. Pe de altă parte, aceasta surprinde adâncirea *gapului* PIB în teritoriu negativ, ca urmare a efectelor contracționiste ale consolidării fiscale, a căror intensitate maximă este estimată pentru anul 2026. Comparativ cu *Raportul* anterior, prognoza PIB real a fost revizuită ascendent pentru 2025 – revizuire care reflectă exclusiv evoluția efectivă peste așteptări din trimestrul II – și ușor descendent pentru 2026 – în principal ca urmare a reevaluării în sens negativ a dinamicii PIB potențial. Din perspectiva utilizării, formarea brută de capital fix este anticipată să devină principalul determinant al creșterii economice pe întregul interval de prognoză, similar evaluării precedente⁶⁶. În schimb, măsurile de consolidare fiscală, care afectează direct veniturile disponibile ale populației, sunt așteptate să reducă semnificativ contribuția pozitivă a consumului final la dinamica PIB. Contribuția exportului net este estimată să rămână ușor negativă în 2025, urmând să devină pozitivă în 2026, odată cu temperarea cererii interne și ajustarea graduală a deficitului extern. Pe termen mediu, prognoza rămâne marcată de un grad ridicat de incertitudine, determinat de suprapunerea încetinirii ciclice a economiei cu efectele contracționiste ale consolidării fiscale. Această combinație poate amplifica vulnerabilitățile activității economice interne, prin afectarea simultană a cererii agregate și a încrederii mediului de afaceri. În plus, imprevizibilitatea evoluției politicilor comerciale și industriale protecționiste la nivel global adaugă o sursă suplimentară de risc, cu posibile implicații asupra fluxurilor comerciale, a investițiilor și a prețurilor materiilor prime.

Comparativ cu *Raportul* precedent, creșterea medie anuală a PIB potențial a fost revizuită ușor în sens ascendent pentru anul curent, pe fondul evoluției peste așteptări a activității economice din trimestrul II. În același timp, s-a accentuat influența ipotezei privind un impact mai redus al finanțărilor aferente programului „Next Generation EU”, ca urmare a ritmului modest de implementare a proiectelor și

⁶³ Nivelul balanței răspunsurilor de -31,5 puncte este identic cu cel atins în trimestrul II 2022 și reprezintă, în ambele cazuri, cea mai scăzută valoare de după trimestrul I 2012.

⁶⁴ Indicatorul ESI și-a continuat parcursul descendent și în prima lună din trimestrul IV, atingând cel mai redus nivel din ultimii cinci ani. În structură, componenta aferentă consumatorilor a consemnat o îmbunătățire marginală, în timp ce restul indicatorilor de încredere au continuat să se înrăutățească.

⁶⁵ În special, prin intermediul cadrului financiar multianual 2021-2027, dar și al programului „Next Generation EU” (2021-2026), cu toate că în cel din urmă caz impactul cumulat asupra PIB real a fost reevaluat ușor în jos.

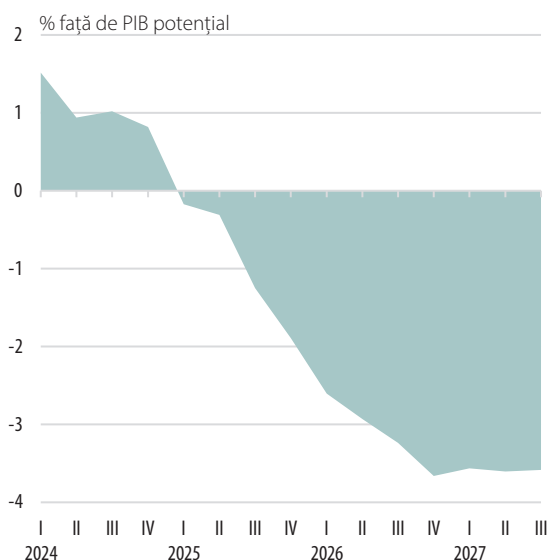
⁶⁶ Totuși, aportul din anul curent al formării brute de capital fix a fost revizuit semnificativ în jos, în contextul comprimării puternice și neanticipate a componentei din trimestrul II 2025.

a gradului scăzut de absorbție efectivă a fondurilor. Pe termen mediu, traiectoria PIB potențial a fost ajustată descendent, reflectând efectele persistente ale deteriorării investițiilor și ale tendințelor nefavorabile de pe piața muncii – în special scăderea ofertei de forță de muncă și productivitatea stagnantă în anumite sectoare. Cu toate acestea, dinamica medie anuală a PIB potențial este proiectată să se mențină la valori relativ robuste pe parcursul intervalului de prognoză, susținută de contribuția investițiilor publice finanțate din fonduri europene și de posibile efecte pozitive de antrenare asupra investițiilor private.

Principalul resort al dinamicii PIB potențial rămâne acumularea stocului de capital, deși într-un ritm ușor temperat. Pe termen mediu, perspectivele sunt strict condiționate de capacitatea economiei de a atrage și utiliza eficient fondurile provenite atât din investiții străine directe, cât și din surse europene. Pe de o parte, parcursul investițional ar putea beneficia temporar de condiții financiare mai favorabile, în contextul ajustării anticipațiilor privind inflația și al reluării graduale a fluxurilor de capital. Pe de altă parte, traiectoria investițiilor este afectată de incertitudinile asociate modificărilor de natură fiscală adoptate de autorități, care pot induce o creștere a prudenței investiționale în mediul privat. Totodată, eventuale reforme la nivelul administrației locale ar putea genera întârzieri în procesarea documentelor, emiterea autorizațiilor și aprobarea avizelor necesare, cu impact asupra derulării proiectelor, în special a celor finanțate din fonduri europene. Contribuția productivității totale a factorilor (TFP) rămâne modestă, limitată de ritmul lent al inovării și al adoptării noilor tehnologii, de decalajele în procesul de re tehnologizare și eficientizare energetică, precum și de integrarea insuficientă a soluțiilor digitale în activitatea companiilor. În acest context, accelerarea accesării fondurilor europene și implementarea eficientă a programelor sprijinite de Comisia Europeană pot juca un rol crucial în modernizarea infrastructurii, consolidarea competențelor digitale și creșterea competitivității economiei românești⁶⁷. Aportul factorului muncă este estimat să se reducă semnificativ și chiar să devină marginal negativ în anul următor, în contextul continuării tendințelor demografice, în special al diminuării populației active. Pe termen mediu, asupra traiectoriei PIB potențial continuă să planeze incertitudini legate de coordonatele și efectele consolidării fiscale, care ar putea accentua deficiențele structurale ale pieței muncii. Totodată, tensiunile geopolitice și conflictele armate persistente mențin un nivel ridicat al riscurilor, cu posibile implicații asupra investițiilor, a comerțului internațional și a încrederii economice generale.

Similar *Raportului* anterior, *gapul* PIB este estimat să fi intrat în teritoriu negativ la începutul anului 2025 și este proiectat să continue să se adâncească până în trimestrul IV 2026, urmând ca apoi să înregistreze o ușoară corecție până la orizontul proiecției (Grafic 4.8). Comparativ cu runda anterioară de prognoză, amplitudinea negativă a *gapului* PIB a fost ușor diminuată în intervalul

⁶⁷ Conform „Romania 2025 Digital Decade Country Report”, se remarcă inițiative și eforturi de creștere a digitalizării, mai cu seamă în sectorul public, însă la nivelul anului 2024 România s-a poziționat semnificativ sub media UE. Potrivit studiului „HR Insights 2025” realizat de Asociația Furnizorilor de Servicii de Resurse Umane, transformarea digitală a devenit o prioritate strategică, astfel încât 53 la sută din cele 155 de companii participante vizează integrarea inteligenței artificiale și digitalizarea proceselor, în timp ce 58 la sută plasează adaptarea la noile condiții economice în centrul strategiei lor. Totodată, în data de 10 octombrie 2025, *The European High Performance Computing Joint Undertaking* a anunțat șase noi state, inclusiv România, care vor găzdui centre de inteligență artificială în vederea accelerării utilizării acestor tehnologii în Europa, devenind astfel parte activă a rețelei europene *EUroHPC – AI Factories*.

Grafic 4.8. *Gapul PIB*

Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

trimestrul II 2025 – trimestrul III 2026, reflectând impactul creșterii economice peste așteptări din trimestrul II 2025 și influența unor condiții monetare reale în sens larg mai puțin restrictive, determinate de scăderea ratelor reale ale dobânzilor. În schimb, începând cu trimestrul IV 2026 și până la finele proiecției, *gapul* PIB a fost ajustat descendent, pe fondul intensificării efectului restrictiv asociat consolidării fiscale și al diminuării progresive a impulsului economic.

Din perspectiva componentelor, traiectoria descendentă a *gapului* PIB este determinată în principal de evoluția *gapului* consumului individual efectiv al gospodăriilor populației. Noile măsuri fiscale influențează semnificativ venitul disponibil real, atât prin ajustările nominale aplicate, cât și prin creșterea ratei inflației. În consecință, *gapul* consumului gospodăriilor populației este estimat

să intre în teritoriu negativ începând cu trimestrul III 2025 – similar runde anterioare – și să continue să se adâncească până în trimestrul IV 2026, urmând apoi o corecție ușoară până la orizontul proiecției. La rândul său, *gapul* negativ al FBCF este estimat să atingă un minim în trimestrul IV 2025, pentru ca apoi să se redreseze treptat, revenind în teritoriu pozitiv la orizontul proiecției. Reflectând poziționarea cererii externe efective, *gapul* exporturilor de bunuri și servicii este estimat la valori negative, fiind prognozat în adâncire ușoară pe tot parcursul intervalului de prognoză. În corelație cu traiectoria *gapului* consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, *gapul* pozitiv al importurilor se va reduce treptat, va trece în teritoriu negativ în trimestrul IV 2025 și va persista la valori negative până la orizontul proiecției.

Din perspectiva factorilor fundamentali, traiectoria *gapului* PIB reflectă: (i) impulsul fiscal prociclic, care exercită un efect restrictiv semnificativ asupra activității economice, ca urmare a măsurilor de consolidare bugetară; acest impact este doar parțial atenuat de factori favorabili, precum absorbția anticipată – deși într-un ritm mai lent – a fondurilor europene „Next Generation EU” și (ii) adâncirea și persistența *gapului* negativ al cererii externe, cu o redresare lentă abia spre finalul orizontului de proiecție. În paralel, condițiile monetare reale în sens larg își mențin caracterul restrictiv la adresa activității economice pe tot parcursul intervalului de prognoză, reflectând menținerea unei politici monetare prudente într-un context inflaționist încă volatil.

Componentele cererii agregate

Dinamica consumului final al gospodăriilor populației este anticipată să se tempereze semnificativ în anul curent și să înregistreze ritmuri modeste de creștere pe termen mediu. Această evoluție reflectă diminuarea puterii de cumpărare a populației, ca urmare a măsurilor precum înghețarea salariilor din sectorul public și a pensiilor, majorarea prețurilor la energie electrică și creșterea impozitelor indirecte, care vor contribui la încetinirea accentuată a dinamicii venitului disponibil real, cu posibilitatea

de a înregistra chiar o scădere în anul 2026. În plus, configurația finală a măsurilor de consolidare fiscală ar putea suferi ajustări odată cu implementarea unor noi pachete anunțate de autorități, ceea ar putea accentua presiunile descendente asupra consumului privat.

Pe parcursul intervalului de prognoză, formarea brută de capital fix este anticipată să consemneze ritmuri moderate de creștere, revizuite descendent pentru anul curent, pe fondul absorbției sub așteptări a fondurilor europene. Cu toate acestea, volumul investițiilor publice a fost revizuit în sens ascendent odată cu rectificarea bugetară din luna septembrie. Evoluția rămâne strict condiționată de ritmul planificării și execuției cheltuielilor publice de capital, precum și de capacitatea de a atrage și utiliza eficient fondurile europene. În condițiile apropierei termenului-limită de eligibilitate pentru programul „Next Generation EU” (august 2026), fereastra de timp pentru mobilizarea unor investiții private semnificative se restrânge considerabil. Deși percepția agențiilor de rating s-a menținut relativ stabilă, incertitudinile privind impactul economic total al pachetului fiscal, precum și riscurile legate de respectarea termenelor și condițiilor asumate în cadrul Planului Național de Redresare și Reziliență rămân ridicate. Totodată, planurile investiționale ale companiilor ar putea fi revizuite în scenariul adoptării unor măsuri suplimentare de consolidare fiscală care ar putea influența costurile de finanțare și apetitul investițional pe termen mediu.

În anul curent, dinamica medie anuală a exporturilor de bunuri și servicii este preconizată să revină la valori pozitive, susținută inclusiv de performanța peste așteptări din prima parte a anului, deși perspectivele cererii externe rămân modeste. Pe termen mediu, ritmul de creștere a exporturilor este proiectat să se tempereze comparativ cu 2025, în contextul incertitudinilor ridicate generate de tensiunile geopolitice, de posibilele modificări ale politicilor comerciale globale și de procesele de reconfigurare a lanțurilor internaționale de valoare adăugată, cu impact preponderent asupra industriei prelucrătoare. Cursul de schimb real efectiv, calculat prin deflatare cu dinamica IPC din România și din economiile partenere, este anticipat să rămână ușor supraevaluat până la orizontul prognozei, afectând competitivitatea prin preț a exporturilor românești, deși presiunile asociate se vor estompa treptat.

Importurile de bunuri și servicii sunt prognozate să înregistreze o dinamică ridicată în anul 2025, în principal pe seama evoluției de la începutul anului, urmată de o temperare semnificativă în a doua jumătate, pe fondul încetinirii consumului. Această tendință de moderare este așteptată să continue și în anul 2026, odată cu efectele tot mai pregnante ale consolidării fiscale, care va reduce cererea internă și, implicit, volumul importurilor – atât prin diminuarea consumului, cât și, într-o anumită măsură, prin încetinirea investițiilor. În aceste condiții, contribuția negativă la creșterea economică a exportului net este de așteptat să se reducă și chiar să devină temporar pozitivă în anul 2026.

Deficitul de cont curent este anticipat să se corecteze în 2025, față de nivelul de 8,2 la sută din PIB consemnat în anul anterior. De altfel, îmbunătățiri ale balanței externe au început să fie vizibile încă din iunie 2025, atenuând parțial deteriorarea semnificativă din prima parte a anului. Ulterior, deficitul este proiectat să își continue traiectoria descendentă, susținut în principal de pachetele de consolidare fiscală,

care diminuează venitul disponibil și, implicit, cererea de bunuri din import. Totuși, persistența unor factori structurali – precum competitivitatea externă relativ redusă, infrastructura de transport deficitară, specializarea exporturilor în sectoare cu valoare adăugată scăzută și dependența ridicată de bunuri intermediare importate – va continua să limiteze amploarea și viteza procesului de ajustare externă. În acest context, corecția dezechilibrelor externe este anticipată să urmeze o traiectorie lentă, dar sustenabilă pe termen mediu. Această corecție ar putea fi amplificată de efecte de preț, în eventualitatea unei reorientări a fluxurilor comerciale din Asia către Europa, ca urmare a restricțiilor comerciale impuse de SUA. În schimb, riscuri ascendente la adresa deficitului proiectat sunt atribuite unei comprimări mai severe a cererii externe, în contextul incertitudinilor geopolitice și al intensificării protecționismului global.

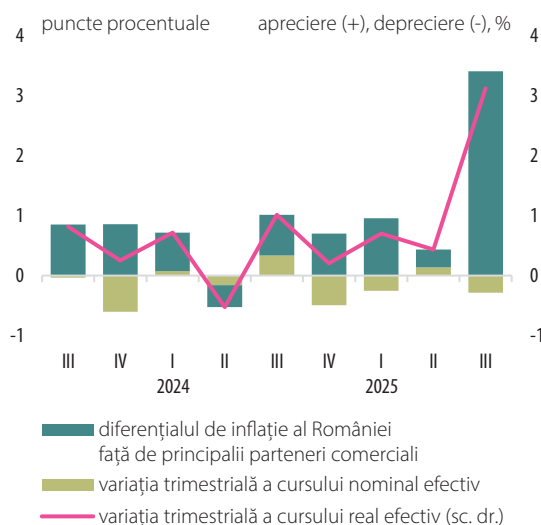
Corecția graduală a deficitului de cont curent este anticipată să se reflecte și într-o îmbunătățire a gradului de acoperire din surse stabile, non-generatoare de datorie externă, deși acesta va rămâne la valori relativ modeste pe termen mediu. În 2025, întârzierile în procesul de revizuire a PNRR ar putea limita transferurile de capital, însă impactul este parțial compensat de accelerarea absorbției în cadrul CFM 2021-2027. În 2026, odată cu finalizarea implementării PNRR și concentrarea acestuia pe componenta de granturi, este de așteptat o dinamizare a transferurilor de capital. În ceea ce privește investițiile directe, acestea sunt proiectate să se mențină la un nivel relativ constant pe termen mediu. Combinația dintre factorii externi – tensiunile geopolitice persistente și intensificarea tendințelor protecționiste – și factorii interni – perspectiva de creștere modestă generată de consolidarea fiscală – este de natură să mențină o atitudine precaută din partea investitorilor. Aceste influențe ar putea fi totuși parțial compensate de recâștigarea graduală a credibilității și a încrederii piețelor, pe măsura progresului în reducerea deficitului bugetar excesiv și a menținerii stabilității macroeconomice.

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 nebankari 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 anticipează menținerea caracterului restrictiv al condițiilor monetare reale în sens larg pe tot parcursul intervalului de prognoză. Această evoluție va avea loc în contextul continuării propagării în economie a deciziilor de politică monetară adoptate de Consiliul de administrație al BNR, orientate spre asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu, într-un cadru compatibil cu o creștere economică sustenabilă. Spre deosebire de *Raportul* precedent, gradul de restrictivitate a condițiilor monetare reale este evaluat a fi mai redus în prima parte a orizontului de proiecție, pe fondul revizuirii ascendente a anticipațiilor inflaționiste, care se reflectă în scăderea ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele noi.

În structura condițiilor monetare în sens larg, cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.9) va continua să imprime efecte restrictive competitivității prin preț a produselor

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb real efectiv

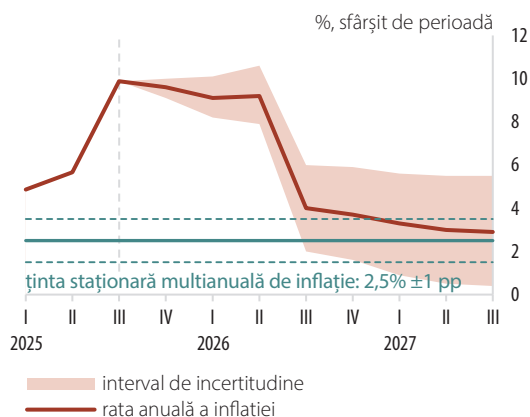
Sursa: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, BNR, calcule BNR

românești, în principal prin canalul exporturilor nete. Acest aport reflectă aprecierea anterioară, în termeni reali, a monedei naționale, determinată de menținerea ratei interne a inflației peste media partenerilor comerciali, precum și de aprecierea nominală a leului față de dolarul american. Efectul este parțial compensat de o ușoară depreciere nominală a leului față de moneda europeană, vizibilă în perioada recentă. 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 stimulative, mai accentuate până la mijlocul anului viitor în contextul creșterii anticipațiilor inflaționiste.

Efectul de avuție și de bilanț este așteptat a rămâne la valori restrictive, de magnitudine redusă, pe tot parcursul intervalului de proiecție. În structură, dinamica acestuia reflectă efectul stimulat asociat

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. În contrapondere, prima de risc suveran a României este proiectată să exercite un impact restrictiv, în diminuare treptată, reflectând preponderent dezechilibrele aferente deficitelor gemene din economie. Impactul cumulat până la orizontul proiecției al dinamicii *gapului* cursului de schimb real efectiv al leului prin intermediul efectului de avuție și de bilanț este cvasineutru.

2. Riscuri asociate proiecției

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

Notă: Interval 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

Balanța riscurilor privind inflația IPC (Grafic 4.10) continuă să fie înclinată în sens ascendent, în pofda unor revizuirii în sus ale indicatorului și în runda curentă. Contextul intern și internațional continuă să fie marcat de un nivel ridicat de incertitudine, iar materializarea simultană a unor riscuri de natură fiscală, energetică, climatică, pe piața muncii sau de ordin geopolitic, ar putea conduce la deviații semnificative ale inflației de la traiectoria descrisă în scenariul de bază.

Pe plan intern, cele mai relevante surse de incertitudine sunt asociate încetării aplicabilității unor decizii administrative ale autorităților. Liberalizarea pieței gazelor naturale, odată cu expirarea schemei de plafonare, prevăzută pentru luna aprilie 2026, ar putea genera presiuni inflaționiste importante, a căror magnitudine

va depinde de condițiile de pe piețele internaționale de energie de la acel moment. În paralel, la același orizont de timp, ridicarea plafonului aplicat adaosului comercial pentru alimente de bază, prevăzută în legislația actuală, reprezintă un alt factor de risc în sens ascendent pentru inflație, efectele directe ale acesteia putând fi amplificate de eventuale ajustări ale marjelor de profit din partea operatorilor economici.

În sfera fiscală și în cea de venituri, adoptarea celor două pachete majore de consolidare pe parcursul anului 2025 a redus riscurile la adresa inflației, însă persistă incertitudini privind conținutul și ritmul de implementare ale celui de al treilea pachet, centrat pe reforma administrației publice. Totodată, eventuale modificări punctuale ale cotelor de TVA (de exemplu, în sectorul HoReCa) sau o relaxare parțială a disciplinei fiscale – prin creșterea cheltuielilor curente ori a investițiilor publice, inclusiv în cadrul PNRR și al programului SAFE – ar putea diminua efectul dezinflaționist asociat cererii agregate. În sens contrar, eventuale noi măsuri de ajustare fiscală, menite să continue procesul de consolidare în conformitate cu cerințele europene, ar putea avea efecte divergente: inflaționiste, dacă vor viza creșterea impozitelor indirecte, sau dezinflaționiste, dacă vor implica majorarea impozitelor directe ori reducerea unor categorii de cheltuieli bugetare.

Piața muncii continuă să reprezinte un canal important de transmisie a riscurilor inflaționiste. O eventuală deteriorare a așteptărilor inflaționiste ar putea reactiva mecanismele de ajustare salarială, amplificând presiunile asupra costurilor unitare cu forța de muncă și asupra inflației de bază. În plus, un impact suplimentar ar putea fi asociat implementării directivei europene privind salariul minim și eventualelor revendicări salariale, mai ales în sectoarele cu deficit de forță de muncă calificată. În acest context, capacitatea firmelor de a acomoda potențiale astfel de creșteri va fi una eterogenă, variind în funcție de specificul sectorial, poziția concurențială și soliditatea financiară a companiilor. Prin urmare, inclusiv impactul asupra ratei inflației ar putea fi, în acest caz, unul neuniform și chiar fluctuant.

Pe plan extern, riscuri suplimentare provin din posibile noi creșteri ale prețurilor materiilor prime, în eventualitatea perturbării lanțurilor globale de valoare adăugată pe fondul accentuării tensiunilor geopolitice și comerciale. Deși acordul comercial recent dintre SUA și China a atenuat riscurile asociate unei escaladări a conflictelor între marile blocuri economice, persistă incertitudinile privind o volatilitate ridicată a piețelor de materii prime, inclusiv în contextul unor reacții de adaptare din partea economiilor avansate. Spre exemplu, costurile de producție la nivel global ar putea fi afectate de oscilații ale prețurilor ocazionate de accelerarea achiziției unor materii prime critice în vederea constituirii unor rezerve strategice. În sens opus, o eventuală reorientare a fluxurilor comerciale asiatice către Europa, determinată de tensiunile comerciale dintre SUA și China, ar putea exercita efecte dezinflaționiste temporare.

Cotațiile viitoare ale petrolului rămân o sursă de incertitudine. Deși o ofertă globală mai abundentă, determinată de majorările de producție OPEC+, ar putea tempera prețurile, riscuri în sens ascendent provin din posibila intensificare a conflictelor din Orientul Mijlociu și din efectele recente runde de sancțiuni impuse Rusiei de SUA. Totodată, restricțiile introduse de Uniunea Europeană privind importurile de gaze

naturale lichefiate ar putea genera perturbări suplimentare ale aprovizionării, de asemenea cu potențial inflaționist.

Pe ansamblu, reînnoirea tensiunilor din lanțurile globale de producție și aprovizionare și vulnerabilitatea economiei germane – principalul partener comercial al României – pot amplifica riscurile unor evoluții sub așteptări ale activității economice din Europa. În paralel, conflictele geopolitice și creșterea cheltuielilor militare la nivelul statelor membre UE, inclusiv prin programe precum SAFE (engl. *Security Action for Europe*), pot conduce la re poziționări structurale ale cererii agregate, cu efecte atât asupra inflației, cât și a activității economice.

Similar rundelor precedente, incertitudini inerente sunt atribuite condițiilor climaterice. Frecvența crescută a fenomenelor meteo extreme poate afecta culturile agricole atât pe plan intern, cât și la nivel global, influențând prețurile alimentelor. În plus, tranziția către o economie verde generează riscuri suplimentare de tip *cost-push*. Spre exemplu, introducerea schemei ETS2 (engl. *Emissions Trading System*) de comercializare a certificatelor de emisii pentru clădiri și transport rutier – a cărei intrare în vigoare este prevăzută, în mod provizoriu, pentru anul 2028 – ar putea exercita presiuni inflaționiste, al căror impact va depinde de nivelul viitor al prețului carbonului, de arhitectura mecanismului de alocare a certificatelor și de gradul de transfer al costurilor către consumatorii finali, în special în sectoarele cu intensitate energetică ridicată. Deși acest moment se situează, formal, în afara orizontului de opt trimestre al proiecției curente, el conține, totuși, informații relevante pentru analizele prospective ale băncii centrale, având potențiale implicații asupra formulării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și lung.

Abrevieri

ANIS	Asociația Patronală a Industriei de Software și Servicii
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
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IMM	întreprinderile mici și mijlocii
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
ISD	investiții străine directe
IVU	indicele valorii unitare
LF	legume, fructe
LFO	legume, fructe, ouă
MF	Ministerul Finanțelor
ON	<i>overnight</i>
OPCOM	Operatorul Pieței de Energie Electrică și de Gaze Naturale
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
PNRR	Planul Național de Redresare și Reziliență
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Tabel 1.1	Frecvența și amplitudinea modificării prețurilor la nivelul componentelor din coșul CORE2 ajustat	17
Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	43
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	44
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	48
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază	50
Tabel 4.3	Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC	53

Lista graficelor din text

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Prețul energiei electrice	16
Grafic 1.3	Cotația țițeiului și prețul combustibililor	16
Grafic 1.4	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	17
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	18
Casetă		
Grafic A	Interesul online referitor la TVA	20
Grafic B	Frecvența zilnică de modificare a prețurilor	20
Grafic C	Variația zilnică a prețurilor (<i>proxy</i>)	21
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	23
Grafic 2.2	Consumul populației	24
Grafic 2.3	Investiții	25
Grafic 2.4	Comerț exterior	26
Grafic 2.5	Contul curent	27
Grafic 2.6	Imagine de ansamblu asupra evoluțiilor de pe piața muncii	28
Grafic 2.7	Efectivul salariaților din economie	28
Grafic 2.8	Evoluția salariului mediu brut pe economie	29
Grafic 2.9	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	30
Grafic 2.10	Prețurile producției industriale pentru piața internă	31
Grafic 2.11	Prețurile producției agricole	32
Grafic 2.12	Costurile unitare cu forța de muncă	33
Grafic 2.13	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie	33

Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	34
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	39
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	40
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	41
Grafic 3.5	Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației	41
Grafic 3.6	Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare	42
Grafic 3.7	Cursul de schimb nominal	42
Grafic 3.8	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	43
Grafic 3.9	Principalele componente ale masei monetare	45
Grafic 3.10	Creditul acordat sectorului privat pe monede	45
Grafic 3.11	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	46
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	49
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	50
Grafic 4.3	Descompunerea ratei anuale a inflației IPC, diferențe față de <i>Raportul</i> precedent	51
Grafic 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	52
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale	52
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. gaze naturale)	53
Grafic 4.7	Inflația anuală a prețurilor LFO	53
Grafic 4.8	<i>Gapul</i> PIB	57
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb real efectiv	60
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	60

