

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației februarie 2025

Anul XXI, nr. 79

Raport asupra inflației

Februarie 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 sunt de natură a consolida credibilitatea politicii monetare și de a contribui astfel la ancorarea eficace a anticipațiilor privind inflația și la diminuarea costurilor asigurării și menținerii stabilității prețurilor.

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 14 februarie 2025, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 6 februarie 2025.

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

Cuprins

Sinteză	7
1. Evoluția inflației	15
2. Evoluții ale activității economice	18
1. Cererea și oferta	18
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	27
2.1. Prețurile de import	27
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	28
3. Politica monetară și evoluții financiare	31
1. Politica monetară	31
2. Piețe financiare și evoluții monetare	35
2.1. Ratele dobânzilor	36
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	39
2.3. Moneda și creditul	41
4. Perspectivele inflației	44
1. Scenariul de bază	44
1.1. Ipoteze externe	44
1.2. Perspectivele inflației	46
Casetă. Evaluarea acurateții prognozelor macroeconomice pentru rata anuală a inflației IPC în decembrie 2024	51
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	53
2. Riscuri asociate proiecției	59
Abrevieri	62
Lista tabelelor din text	63
Lista graficelor din text	63

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

La finele anului 2024, rata anuală a inflației IPC a urcat până la 5,14 la sută, nivel cu 0,52 puncte procentuale superior celui atins la sfârșitul trimestrului anterior. Traectoria crescătoare a fost imprimată exclusiv de componentele exogene ale coșului de consum, respectiv de grupa bunurilor energetice, în special de segmentul combustibililor, în contextul aprecierii dolarului american și al scumpirii episodice a petrolului în luna octombrie. În schimb, prețurile volatile ale alimentelor, care au consemnat creșteri notabile pe parcursul trimestrului III, au contrabalansat parțial, în ultimele trei luni ale anului, impactul nefavorabil provenit din partea celor ale bunurilor energetice. Totodată, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a stagnat pe parcursul trimestrului IV în jurul nivelului de 5,6 la sută, ca efect al influenței unui cumul de determinanți, cu acțiune în ambele sensuri. Rata medie anuală a inflației a continuat să se reducă, ajungând la finele anului 2024 la nivelul de 5,6 la sută în cazul indicelui calculat conform metodologiei naționale (IPC) și, respectiv, la 5,8 la sută în cazul indicatorului calculat conform structurii armonizate (IAPC). Astfel, corecția de pe parcursul trimestrului IV a fost de aproximativ 0,5 puncte procentuale în cazul ambilor indicatori. În aceste condiții, ecartul față de inflația medie din Uniunea Europeană s-a redus în luna decembrie până la 3,2 puncte procentuale, în diminuare cu 0,4 puncte procentuale față de cel consemnat la finele trimestrului III, evoluție care continuă să evidențieze un proces dezinflaționist ușor mai atenuat în cazul României.

După reducerea marginală de pe parcursul trimestrului III (de doar 0,1 puncte procentuale), rata anuală a inflației CORE2 ajustat a stagnat pe parcursul trimestrului IV la nivelul de 5,6 la sută. În acest interval, dinamica indicelui s-a plasat deopotrivă sub acțiunea unor factori de natura ofertei, cât și a unora de natura cererii, cu sensuri de acțiune divergente asupra agregatului. Astfel, pe de o parte, creșterea costurilor cu materiile prime agroalimentare, accentuată în perioada recentă, a început să fie reflectată de majorarea constantă a ritmului anual al prețurilor de producție internă din industria alimentară. În schimb, bunurile nealimentare și serviciile de piață și-au continuat traiectoria dezinflaționistă. În cazul ambelor segmente, condițiile de cerere au continuat să exercite influențe din ce în ce mai puțin favorabile. Cu toate acestea, ritmul dezinflației celor două subcomponente este relativ lent și chiar în atenuare în cazul bunurilor nealimentare, ca urmare a pierderii suportului provenit de pe filiera prețurilor bunurilor din import. În cazul serviciilor, dezinflația este încetinită de menținerea presiunilor din partea costurilor cu forța de muncă, acest segment de activitate fiind printre cele mai expuse din economie la factorul muncă. Totodată, așteptările pe termen scurt privind evoluția prețurilor s-au ajustat ușor ascendent în trimestrul IV, o creștere mai amplă a soldului conjunctural fiind vizibilă în cazul operatorilor din comerț, în corelație cu traiectoria ascendentă a volumului vânzărilor.

Deși a înregistrat o anumită atenuare, dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a menținut la valori ridicate în trimestrul III 2024. Avansul mai alert al remunerării pe salariat (19,1 la sută, +2,8 puncte procentuale) a fost temperat într-o anumită măsură de revenirea în teritoriu pozitiv a ritmului de creștere a productivității muncii, însă decalajul dintre cei doi indicatori rămâne considerabil. În structură, activitățile profesionale și serviciile administrative au avut un aport mai important la ușoara ameliorare a productivității. În industrie, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare s-a atenuat până la 12,2 la sută în intervalul octombrie-noiembrie 2024, după o majorare până la 18,5 la sută în trimestrul III; în octombrie-noiembrie producția autohtonă a înregistrat o revenire după o perioadă de contracție, însoțită de o temperare a ritmului de creștere a salariilor.

Politica monetară în perioada parcursă de la data Raportului precedent

În ședința din 8 noiembrie 2024, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută pe an. Ratele dobânzilor facilităților permanente au fost, de asemenea, menținute la 5,50 la sută pe an în cazul celei de depozit și la 7,50 la sută pe an în cazul celei de creditare (*Lombard*). Rata anuală a inflației s-a redus în septembrie 2024 la 4,62 la sută, de la 5,10 la sută în august 2024. Scăderea a fost determinată în principal de ieftinirea combustibililor și energiei, cu precădere pe fondul descreșterii cotației țițeiului, al cărei impact l-a devansat pe cel generat de noile creșteri de prețuri înregistrate în această lună de bunurile alimentare și de produsele din tutun. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a încetinit trendul descendent pe ansamblul trimestrului III 2024, inclusiv în raport cu prognoza, reducându-se în septembrie la 5,6 la sută, de la 5,7 la sută în iunie. Decelerarea a continuat să fie antrenată de efectele de bază dezinflaționiste de la nivelul subcomponentelor non-alimentare și de dinamica descrescătoare a prețurilor importurilor. Acțiunea acestor factori a fost mult atenuată în acest interval de efectul statistic nefavorabil manifestat pe segmentul alimentelor procesate și de majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare, precum și de costurile salariale crescute, transferate cel puțin parțial asupra unor prețuri de consum, inclusiv pe fondul așteptărilor inflaționiste pe termen scurt încă înalte și al cererii solide de bunuri.

Incertitudini și riscuri însemnate decurgeau din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, având în vedere măsurile fiscal-bugetare ce ar fi putut fi implementate din anul 2025 în scopul consolidării bugetare. O sursă de incertitudini și riscuri rămăneau, de asemenea, condițiile de pe piața muncii și dinamica salariilor din economie. Totodată, incertitudini semnificative continuau să fie asociate evoluției prețurilor energiei și alimentelor, precum și traiectoriei viitoare a cotației țițeiului, pe fondul tensiunilor geopolitice. Incertitudini și riscuri crescute la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau să fie generate de războiul din Ucraina și conflictul din Orientul Mijlociu, precum și de evoluțiile economice din Europa și de pe plan global, în contextul escaladării tensiunilor geopolitice. Totodată, absorbția și utilizarea fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, sunt condiționate de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte. Ele sunt însă esențiale pentru realizarea reformelor structurale necesare, inclusiv a tranziției energetice, dar și pentru

contrabalansarea, cel puțin parțială, a efectelor contracționiste ale conflictelor geopolitice. Relevante rămăneau, de asemenea, deciziile de politică monetară ale BCE și Fed, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

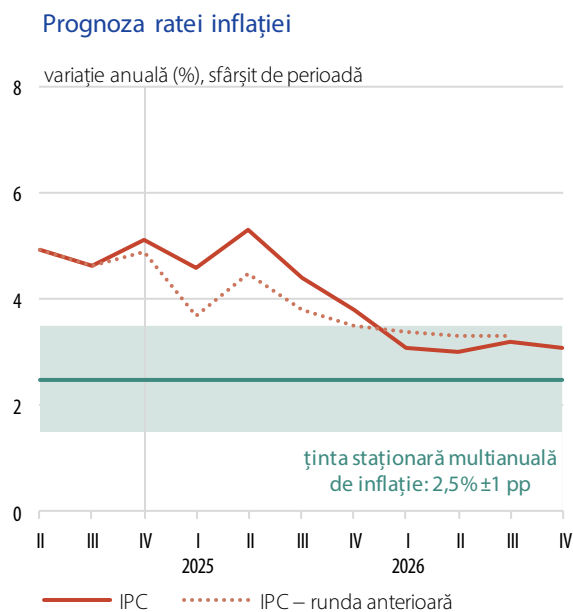
Ulterior, rata anuală a inflației a crescut în ultimele trei luni ale anului 2024 mai mult decât s-a anticipat, urcând în decembrie la 5,14 la sută, de la 4,62 la sută în septembrie. Avansul față de finele trimestrului III a fost antrenat în principal de scumpirea combustibililor – prioritar ca efect al aprecierii semnificative a dolarului SUA pe piața financiară internațională –, și într-o mică măsură de noile majorări consemnate de prețurile alimentelor, pe fondul secetei severe din vara anului 2024 și al măririi cotațiilor unor mărfuri. În același timp, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a întrerupt trendul descendent în trimestrul IV 2024, menținându-se până în decembrie la 5,6 la sută, nivel similar celui de la finele trimestrului III. Evoluția a fost consecința influențelor contrare venite în acest interval, pe de o parte din efectele de bază dezinflaționiste de la nivelul subcomponentelor non-alimentare și din scăderea dinamicii prețurilor importurilor, și, pe de altă parte, din majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare, precum și din costurile salariale crescute, transferate cel puțin parțial asupra unor prețuri de consum, inclusiv pe fondul așteptărilor inflaționiste pe termen scurt încă înalte și al cererii solide de bunuri. La rândul său, activitatea economică a stagnat în trimestrul III 2024, după ce a crescut cu 0,1 la sută în precedentele trei luni (variație trimestrială), evoluție ce făcea probabilă o restrângere a excedentului de cerere agregată și în acest interval. Față de aceeași perioadă a anului trecut, avansul PIB s-a mărit la 1,2 la sută în trimestrul III 2024, de la 0,9 la sută în trimestrul precedent. Creșterea în termeni anuali a consumului gospodăriilor populației a rămas alertă în acest interval, deși a încetinit în raport cu trimestrul II, în timp ce dinamica anuală a formării brute de capital fix și-a prelungit descreșterea relativ abruptă, atingând un minim al ultimelor nouă trimestre. Evoluția exportului net și-a redus însă considerabil impactul contracționist în trimestrul III 2024, pe fondul scăderii relativ mai pronunțate a variației anuale a volumului importurilor de bunuri și servicii, care a rămas totuși în teritoriu pozitiv. Drept urmare, deficitul comercial, precum și cel de cont curent, și-au temperat semnificativ creșterea anuală în raport cu trimestrul precedent.

La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 15 ianuarie 2025, noile evaluări reconfirmau perspectiva scăderii ratei anuale a inflației în primele trei luni ale anului curent, dar pe o traiectorie mai ridicată decât cea anticipată anterior. Descreșterea era antrenată în principal de efecte de bază consistente și de decelerarea creșterii prețurilor importurilor, dar în contextul persistenței efectelor de sens opus exercitate asupra dinamicii prețurilor alimentelor și energiei de condițiile meteorologice nefavorabile din 2024 și de majorarea cotațiilor unor mărfuri, precum și de creșterea consumului de energie în lunile de iarnă. Factorii de risc și incertitudine identificați anterior rămăneau relevanți.

Pe baza evaluărilor și a datelor disponibile în acel moment, precum și în condițiile incertitudinilor ridicate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât, în ședința din 15 ianuarie 2025, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută pe an. Totodată, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 7,50 la sută pe an și a ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 5,50 la sută pe an.

Perspectivile inflației

Activitatea economică de la nivel global a rămas relativ rezilientă în fața multiplelor șocuri de ofertă din ultimii ani, deși evoluțiile în plan regional încă prezintă anumite caracteristici divergente. Astfel, în timp ce economia SUA își continuă expansiunea într-un ritm relativ susținut, în zona euro, perspectivele privind dinamica economică au fost revizuite în scădere, în contextul tensiunilor geopolitice și al încetinerii sectorului manufacturier. În paralel, procesul de dezinflație de la nivel global a



Sursa: INS, proiecție BNR

continuat, însă în unele economii inflația rămâne ridicată și relativ persistentă, pe fondul unei temperări abia începute a dinamicii salariale și al unei normalizări graduale a piețelor muncii. În zona euro, cele mai recente evaluări ale BCE indică o convergență graduală a inflației către țintă pe termen mediu, însă cu ritmuri diferențiate pentru principalele sale componente. Astfel, inflația bunurilor s-a apropiat deja de pragul de 2 la sută, în timp ce inflația serviciilor încă persistă la niveluri ridicate.

Conform scenariului de bază actualizat al proiecției, după atingerea nivelului de 5,14 la sută în decembrie 2024, rata anuală a inflației IPC din România va urma o traiectorie predominant descrescătoare în 2025, fiind însă de așteptat ca aceasta să se stabilizeze pe parcursul anului viitor. Totodată, până în trimestrul III 2025, evoluția inflației IPC va fi marcată de o serie de

fluctuații, în ambele sensuri, generate în principal de efecte de bază. Astfel, se anticipează o scădere a inflației la 4,6 la sută în luna martie 2025, susținută parțial de eliminarea din baza de calcul a impactului majorărilor de TVA și accize din ianuarie 2024. Ulterior, indicatorul va înregistra o creștere temporară, atingând 5,3 la sută în iunie 2025, pe fondul epuizării impactului reducerilor semnificative de tarife la energia electrică și gazele naturale operate în perioada similară a anului precedent. Începând cu trimestrul III 2025, inflația va reveni sub 5 la sută, scăzând până la 3,8 la sută în luna decembrie 2025. Din trimestrul I 2026, aceasta va reintra în intervalul țintei, situându-se la 3,1 la sută atât în luna martie, cât și în luna decembrie 2026.

Deși traiectoria ratei anuale a inflației *headline* de pe parcursul anului 2025 rămâne, în linii mari, similară celei anticipate în ultimul *Raport*, proiecția actualizată indică revizuire în sens ascendent ale valorilor indicatorului. Acestea sunt determinate, pe de o parte, de creșterea ușoară a proiecției pentru indicele CORE2 ajustat, ca urmare a presiunilor persistente de pe segmentul materiilor prime alimentare și, respectiv, a dinamicii salariale încă ample, care vor continua să fie transmise în prețurile bunurilor și tarifelor serviciilor, mai ales în sectoarele cu utilizare intensivă a forței de muncă. Pe de altă parte, în perioada recentă s-au înregistrat sau au fost anunțate o serie de creșteri neanticipate ale prețurilor unor subcomponente exogene ale coșului de consum, precum țigarele, tarifele pentru apă, canal și salubritate, dar și combustibilii. Deși aceste majorări sunt strict punctuale, ele vor influența rata

anuală a inflației IPC pe parcursul a 12 luni, determinând, astfel, o revizuire în sens ascendent și a prognozei privind inflația pentru luna decembrie 2025 (cu 0,3 puncte procentuale față de cel mai recent *Raport*).

Prognoza privind rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost ajustată marginal în sus pentru sfârșitul acestui an, la 3,7 la sută, de la 3,5 la sută în *Raportul* anterior, însă pe termen mediu revizuirea indicatorului este în sens descendent, iar ritmul dezinflației mai alert. Astfel, indicatorul este prognozat să coboare la 3,4 la sută în luna martie 2026 și, ulterior, până la 2,9 la sută în decembrie 2026. Traectoria continuu descendentă a ratei anuale a inflației de bază va fi imprimată de ajustarea graduală a așteptărilor privind inflația, de reducerea presiunilor exercitate de prețurile bunurilor din import, precum și de efectele măsurilor recente de consolidare fiscală adoptate de autorități. În acest context, formarea în economie, încă de la începutul acestui an, a unui deficit de cerere agregată (*gap* PIB negativ) va reprezenta un factor esențial în corecția inflației CORE2 ajustat, cu efecte cumulate mai ample în special pe parcursul anului viitor.

În România, după încetinirea activității economice în 2023, când creșterea medie anuală a coborât la 2,4 la sută, dinamica PIB a continuat să se tempereze și în 2024, cele mai recente date oficiale indicând o reducere a ritmului anual la 1,2 la sută în trimestrul III. Evoluțiile sectoriale din perioada octombrie-decembrie 2024 sugerează menținerea unei dinamici anuale pozitive a PIB și în trimestrul IV. Pe ansamblul anului, creșterea economică este estimată la valori apropiate de 1 la sută, implicând o nouă atenuare de ritm comparativ cu anul 2023. Această evoluție este determinată, printre altele, de temperarea activității economice a partenerilor comerciali comunitari pe parcursul mai multor trimestre, cu un efect de contagiune semnificativ și asupra celei din România. În acest context, deviația pozitivă a PIB a continuat să se reducă pe parcursul anului anterior, ajungând, la finalul acestuia, la un nivel marginal pozitiv (0,2 la sută), similar celui estimat în *Raportul* din noiembrie. În schimb, măsurile fiscal-bugetare adoptate la sfârșitul anului trecut (OUG nr. 156/2024), cu aplicabilitate de la 1 ianuarie 2025, vor avea un impact semnificativ asupra componentelor cererii agregate. Pe de o parte, acestea vor reduce considerabil resursele financiare ale gospodăriilor disponibile pentru consum, iar pe de altă parte vor influența, atât direct, cât și indirect, deciziile investiționale ale companiilor. În acest context, se preconizează o încetinire accentuată a dinamicii cererii interne, determinând inclusiv trecerea *gapului* PIB în teritoriu negativ încă de la începutul acestui an.

În aceste condiții, este de așteptat ca ritmul de creștere al consumului populației să încetinească pe parcursul acestui an comparativ cu dinamica ridicată din 2024, susținută de o politică de venituri extrem de relaxată a autorităților și de presiunile salariale generate de deficitul de forță de muncă din anumite sectoare. În schimb, după evaluarea unei relative stagnări a formării brute de capital fix în anul 2024, influențată în principal de activitatea sub așteptări din construcții, industrie și serviciile prestate întreprinderilor, investițiile sunt estimate să cunoască o revigorare consistentă începând din acest an. Prognoza este susținută de mai mulți factori favorabili: (i) revenirea graduală a economiilor partenerilor comerciali externi, deși prognozele de creștere au fost revizuite ușor în jos față de ultimul *Raport*, (ii) accelerarea absorbției fondurilor europene aferente cadrului financiar 2021-2027,

având în vedere intrarea în al cincilea an de implementare a programului, (iii) disponibilizarea probabilă a unor noi resurse prin Mecanismul de Redresare și Reziliență, inclusiv prin depunerea unor cereri suplimentare de plată de către autoritățile române și (iv) menținerea unui nivel ridicat al fluxurilor de investiții străine directe (ISD), care, prin continuarea orientării preponderente spre sectoare precum industria, vor contribui inclusiv la stimularea exporturilor de produse românești.

Având în vedere factorii menționați anterior, se preconizează, pe de o parte, o revenire a exporturilor românești la ritmuri anuale pozitive începând din 2025, iar pe de altă parte, o reducere a presiunilor asupra importurilor de bunuri și servicii, indusă de impactul măsurilor fiscale asupra resurselor financiare disponibile în economie. În aceste condiții, deficitul de cont curent este estimat să se corecteze pe parcursul anului curent, după influențele de sens opus care i-au marcat traiectoria în anul 2024. Totodată, aceste evoluții sugerează și o structură mai echilibrată a creșterii economice, reflectată printr-o dinamică mai sustenabilă a consumului populației, relansarea contribuției pozitive din partea investițiilor și, în egală măsură, o reechilibrare a aportului exporturilor nete la avansul PIB către niveluri mai favorabile. Pe termen mediu însă, continuarea corecției deficitului de cont curent este esențială, în paralel cu ajustarea deficitului bugetar excesiv. Această necesitate este amplificată inclusiv de scăderea semnificativă, în 2024, a surselor de finanțare a deficitului extern, în special a celor negeneratoare de datorie externă. În plus, în contextul tensiunilor geopolitice persistente de la nivel internațional, probabilitatea unor îmbunătățiri viitoare semnificative ale acestor categorii de fluxuri financiare rămâne una destul de redusă.

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

De la publicarea precedentului *Raport asupra inflației*, o parte dintre factorii de risc identificați s-au materializat, în special cei asociați inițierii măsurilor de consolidare fiscală de către autorități, concretizată în prezentarea unor coordonate bugetare care vizează încadrarea acestuia, în 2025, în ținta de deficit de 7 la sută din PIB. Pe plan extern, s-a observat o ușoară detensionare a conflictului geopolitic din Orientul Mijlociu, contrar așteptărilor privind o persistență mai accentuată a acestuia. Chiar și în acest context, evaluarea balanței riscurilor indică posibilitatea unor abateri în sus ale ratei inflației de la traiectoria prognozată în scenariul de bază, în special în cazul apariției unor noi șocuri adverse de ofertă.

Implementarea măsurilor de consolidare fiscală stabilite prin OUG nr. 156/2024 reduce semnificativ incertitudinile legate de conduita politicii fiscal-bugetare în cadrul scenariului de bază al proiecției. Cu toate acestea, în perspectiva celor șapte ani vizați de planul asumat de autorități, sunt posibile noi ajustări, cu potențiale implicații atât inflaționiste, de exemplu, în cazul majorării unor impozite indirecte, cât și dezinflaționiste, în situația creșterii impozitelor directe sau a restrângerii cheltuielilor bugetare. În pofida inițierii corecției fiscale multianuale, abateri semnificative de la traiectoria deficitelor asumată de autorități ar putea influența percepția investitorilor

în active interne. Aceste evoluții ar putea exercita presiuni asupra cursului de schimb, cu efecte indirecte și asupra inflației. De exemplu, tensiunile sociale generate de măsurile aplicate la începutul anului, care au afectat direct resursele financiare ale unor segmente semnificative ale populației, ar putea conduce, în timp, la inițiative cu caracter expansionist, precum acordarea unor forme de sprijin suplimentar categoriilor sociale vulnerabile. În lipsa unor economii bugetare semnificative și realizate în prealabil aplicării unor astfel de măsuri, s-ar periclita atingerea țintelor de deficit bugetar asumate, necesitând, implicit, noi măsuri compensatorii.

Unul dintre riscurile care se conturează tot mai pregnant este cel al neatragerii fondurilor europene în volumele și la termenele stabilite. Absorbția fondurilor aferente cadrului financiar multianual 2014-2020 s-a încheiat, iar în actualul exercițiu, 2021-2027, după patru ani de implementare, s-au accesat doar aproximativ 10 la sută din totalul alocărilor (inclusiv sume din prefinanțări și subvenții destinate agriculturii). În plus, în cadrul PNRR, nicio tranșă nu a fost accesată în 2024, ceea ce reduce semnificativ fereastra de oportunitate privind implementarea acestui program, având în vedere că sumele alocate trebuie atrase până cel târziu la sfârșitul anului 2026. În acest context, orice întârzieri suplimentare vor limita volumul total al investițiilor finanțate din fonduri europene, diminuând impactul lor pozitiv asupra economiei și reducând capacitatea acestora de a compensa efectele contracționiste ale procesului deja inițiat de consolidare fiscală. De asemenea, ar fi afectată finanțarea deficitelor externe, care rămân la niveluri încă ridicate, iar înlocuirea fondurilor europene cu surse alternative de finanțare, precum investițiile de portofoliu, ar putea crea volatilități suplimentare. În plus, o absorbție incompletă a fondurilor europene ar putea frâna progresul în planul reformelor structurale, mai ales în domeniile în care accesarea sumelor de bani este condiționată de îndeplinirea unor ținte și jaloane specifice.

În ciuda unor semnale recente de detensionare, riscurile de pe piața muncii rămân preocupante. Persistă incertitudini privind dinamica salariilor, în special în sectorul privat, unde eliminarea unor facilități fiscale de la începutul acestui an ar putea genera ajustări salariale mai ample decât cele anticipate în scenariul de bază. De asemenea, alinierea salariului minim la cel prevăzut de directiva europeană ar putea conduce la noi creșteri de prețuri, prin preluarea presiunilor salariale mai ample și asupra costurilor de producție. În sectorul public, aplicarea strictă a prevederilor OUG nr. 156/2024 a redus riscul unor presiuni salariale extinse asupra economiei, inclusiv prin efecte de demonstrație asupra celor din sectorul privat. În schimb, pe termen mediu, în anumite sectoare, este posibilă o amplificare a deficiențelor structurale persistente – de pildă, necorelarea cerințelor angajatorilor cu oferta de forță de muncă – evoluție care ar putea implica noi surse de șocuri inflaționiste.

În plan extern, incertitudinile s-au accentuat, mai ales în contextul posibilelor măsuri protecționiste anunțate de SUA, care ar putea exercita efecte divergente asupra activității economice și, respectiv, a inflației, generând riscul de stagflație. Impactul acestor măsuri ar depinde de gradul de expunere al fiecărei economii în comerțul direct cu Statele Unite, dar și de posibile pierderi indirecte de productivitate în rândul firmelor locale și al celor din cadrul principalilor parteneri comerciali ai României. În plus, o creștere a aversiunii la risc de la nivel global ar putea determina companiile

să amâne unele decizii investiționale. Totodată, majorarea tarifelor vamale ar putea accentua presiunile inflaționiste prin scumpirea bunurilor importate, inclusiv materii prime și bunuri intermediare. Aceste creșteri de costuri s-ar putea reflecta în noi scumpiri transmise pe lanțul de producție, amplificând astfel presiunile asupra prețurilor finale.

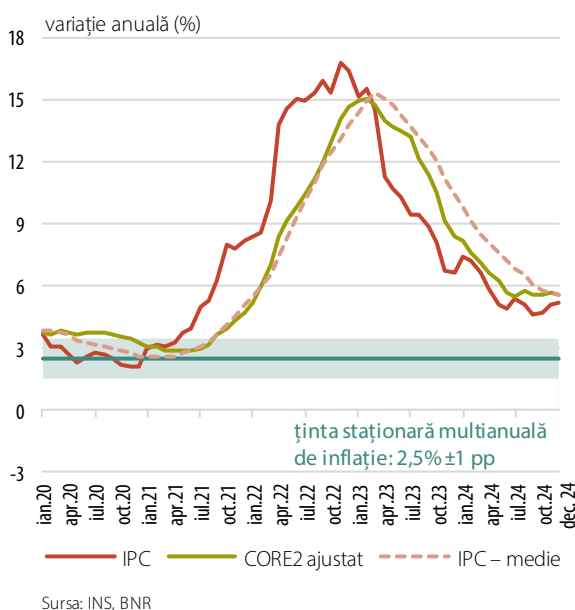
Decizia de politică monetară

Dată fiind perspectiva menținerii ratei anuale a inflației peste valorile anticipate anterior și deasupra intervalului țintei în anul curent, inclusiv în contextul unui parcurs fluctuant accentuat în semestrul I 2025, și având în vedere riscurile și incertitudinile asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 14 februarie 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 urcat până la 5,14 la sută la finele anului 2024, nivel cu 0,52 puncte procentuale superior celui atins la sfârșitul trimestrului anterior. Traectoria crescătoare a fost imprimată aproape exclusiv de grupa bunurilor energetice, în special de segmentul combustibililor, în contextul aprecierii dolarului american, al scumpirii episodice a petrolului în luna octombrie, dar și al debutului sezonului rece. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a stagnat pe parcursul perioadei analizate în jurul nivelului de 5,6 la sută, efectele restrângerii în continuare a excedentului de cerere agregată din economie fiind estompate de influența anului agricol deficitar și de presiunile din partea costurilor cu forța de muncă (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației



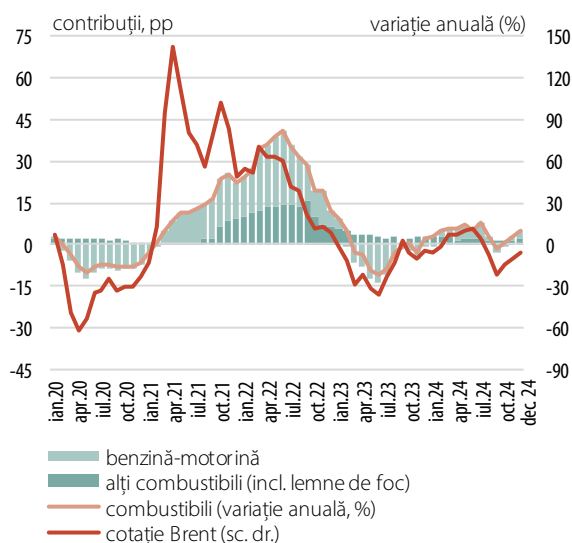
Accelerarea IPC din ultimele trei luni ale anului 2024 este explicată aproape exclusiv bunurilor energetice, în special combustibililor, prețurile acestora din urmă revenind la dinamici lunare pozitive în trimestrul IV. La nivelul carburanților, o influență semnificativă a fost exercitată de aprecierea dolarului american cu circa 6 la sută în decembrie față de finele trimestrului III, în contextul măsurilor anunțate de câștigătorul alegerilor prezidențiale din SUA. Cotația petrolului Brent a înregistrat un puseu de creștere la începutul lunii octombrie, pe fondul ostilităților dintre Israel și Iran, dar aceasta s-a corectat ulterior, fluctuând în intervalul 70-75 dolari SUA/baril până la finele lunii decembrie. O scumpire sezonieră asociată debutului iernii¹ au consemnat în trimestrul IV și lemnele de foc (Grafic 1.2).

Totodată, creșterea cererii de energie în sezonul rece a determinat migrarea unora dintre clienții casnici

ai furnizorilor de electricitate către tranșa superioară de consum (căreia îi este asociat un plafon mai ridicat), generând astfel o majorare a tarifului mediu (cu o contribuție inflaționistă de numai 0,1 puncte procentuale, semnificativ mai redusă decât cea a combustibililor, evaluată la 0,6 puncte procentuale). În sens opus au acționat scăderile ușoare ale prețului gazelor naturale, inclusiv ca urmare a competiției pentru cota de piață dintre principalii furnizori.

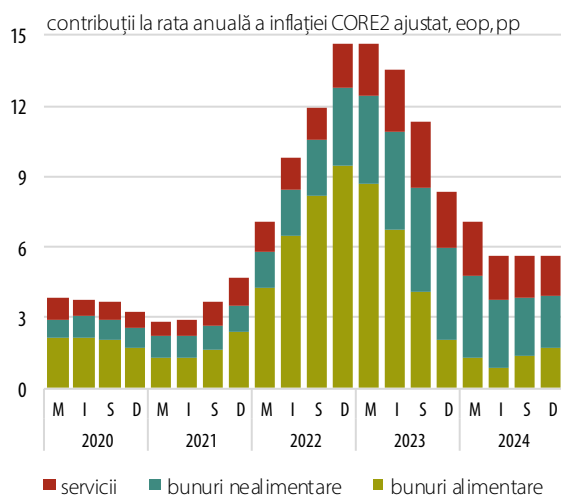
¹ Spre deosebire de comportamentul din majoritatea anilor anteriori, în 2023 această majorare a prețurilor a fost concentrată în trimestrul III, în contextul saltului amplu al cotației Brent, carburanții și lemnele de foc fiind, într-o anumită măsură, bunuri substituibile.

Grafic 1.2. Cotația țițeiului și prețul combustibililor



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

Grafic 1.3. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat



Notă: Contribuțiile nu exclud modificările cotelor TVA.

Sursa: INS, calcule BNR

Pe partea factorilor exogeni, evoluția inflației anuale a alimentelor cu prețuri volatile și a bunurilor cu tarife administrate a contrabalansat parțial influența inflaționistă a bunurilor energetice. În cazul primelor este vorba despre o temperare a scumpirii legumelor, după majorările accentuate din trimestrul III când rata anuală a inflației LFO atinsese 10 la sută, pe fondul reducerii ofertei în acest an. În privința bunurilor și serviciilor cu prețuri administrate, atenuarea ritmului anual este determinată, în principal, de un efect de bază pe segmentul „apă, canal, salubritate”.

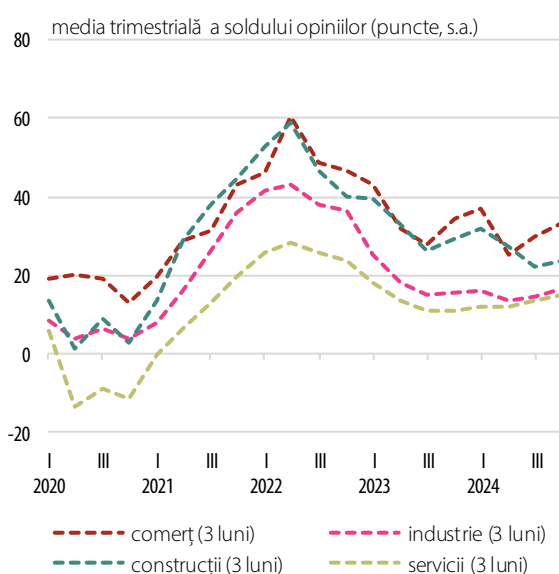
Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a stagnat pe parcursul perioadei analizate la 5,6 la sută, nivel în jurul căruia a oscilat începând cu luna iunie 2024, date fiind evoluțiile mixte din structură (Grafic 1.3). Astfel, segmentul alimentelor procesate și-a menținut dinamica anuală pe traiectoria ascendentă pe care s-a plasat începând cu trimestrul III (urcând până la 4,2 la sută). Dacă în trimestrul anterior contextul anului agricol deficitar pe plan regional influența prețurile de consum cu precădere prin canalul așteptărilor, ulterior, creșterea costurilor cu materiile prime agroalimentare a început să fie reflectată de majorarea constantă a ritmului anual al prețurilor de producție internă din industria alimentară (de la 0,4 la sută în iulie până la 2,2 la sută în noiembrie). Creșterile cele mai puternice au fost vizibile pentru ulei, recolta de floarea-soarelui fiind cea mai afectată de seceta severă din vară, dar s-au remarcat dinamici lunare consistente și pentru produsele lactate și pentru cele din carne. În plus, rata anuală a inflației de la sfârșitul anului 2024 nu mai include variația lunară negativă din luna noiembrie 2023, când a fost extinsă măsura de plafonare a adaosului comercial pentru unele produse alimentare de bază.

Bunurile nealimentare și serviciile de piață și-au continuat traiectoria dezinflaționistă în trimestrul IV (până la 6,4 la sută, respectiv 6,7 la sută), atenuând evoluția înregistrată pe segmentul alimentar. În cazul primei categorii dezinflația încetinește însă, pierzând din suportul provenit de pe filiera importurilor: variația anuală a IAPC exclusiv energie din zona euro (măsură care aproximează inflația importată) a revenit în octombrie la 2,7 la sută² și a stagnat la acest nivel până la finalul anului 2024, în timp ce dinamica anuală a indicilor valorii unitare a importurilor (medie mobilă pe trei luni) în cazul unor categorii precum produse cosmetice, produse sportive sau jocuri și jucării urmează

² După o scădere de 0,1 puncte procentuale la finele trimestrului III, până la 2,6 la sută.

o traiectorie ascendentă, în unele cazuri reintrând în teritoriu pozitiv. În ceea ce privește serviciile de piață, deși dinamica anuală a prețurilor s-a temperat în ultimele trei luni ale anului într-un ritm similar cu cel din trimestrul anterior, progresul este lent, fiind afectat de menținerea presiunilor din partea costurilor cu forța de muncă, în condițiile în care sectorul se număra printre cele mai expuse din economie la factorul muncă. În plus, pe ambele segmente condițiile de cerere au continuat să fie favorabile, chiar dacă în atenuare.

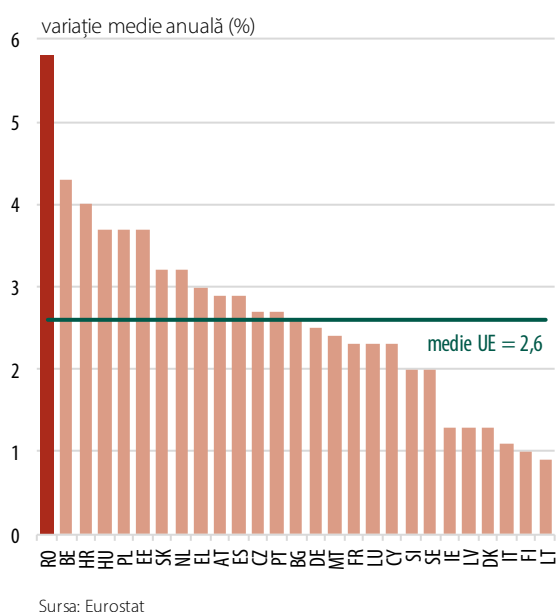
Grafic 1.4. Anticipații privind evoluția prețurilor



Așteptările pe termen scurt privind evoluția prețurilor au fost ajustate ușor ascendent în trimestrul IV de agenții economice din toate sectoarele, o creștere mai amplă a soldului conjunctural observându-se în cazul operatorilor din comerț, probabil în corelație cu traiectoria ascendentă a volumului vânzărilor (Grafic 1.4). Similar, analiștii bancari și-au revizuit ascendent anticipațiile privind rata inflației peste un an, însă și-au menținut anticipațiile pe orizontul de doi ani la aceeași valoare înregistrată la finele trimestrului anterior (plasată chiar sub limita superioară a intervalului țintei de inflație).

Rata medie anuală a modificării prețurilor de consum a continuat să se reducă, ajungând la finele anului 2024 la nivelul de 5,6 la sută în cazul indicatorului calculat pe baza metodologiei naționale, respectiv 5,8 la sută în cazul celui calculat conform structurii armonizate (-0,5 puncte procentuale, respectiv -0,6 puncte procentuale față de sfârșitul trimestrului III). Cu toate că ecartul față de media europeană s-a restrâns în luna decembrie până la 3,2 puncte procentuale (cu 0,4 puncte procentuale sub nivelul atins cu trei luni în urmă), România rămâne statul membru cu cea mai mare valoare a inflației medii anuale a IAPC la nivelul UE (Grafic 1.5).

Grafic 1.5. IAPC mediu anual în UE – dec. 2024



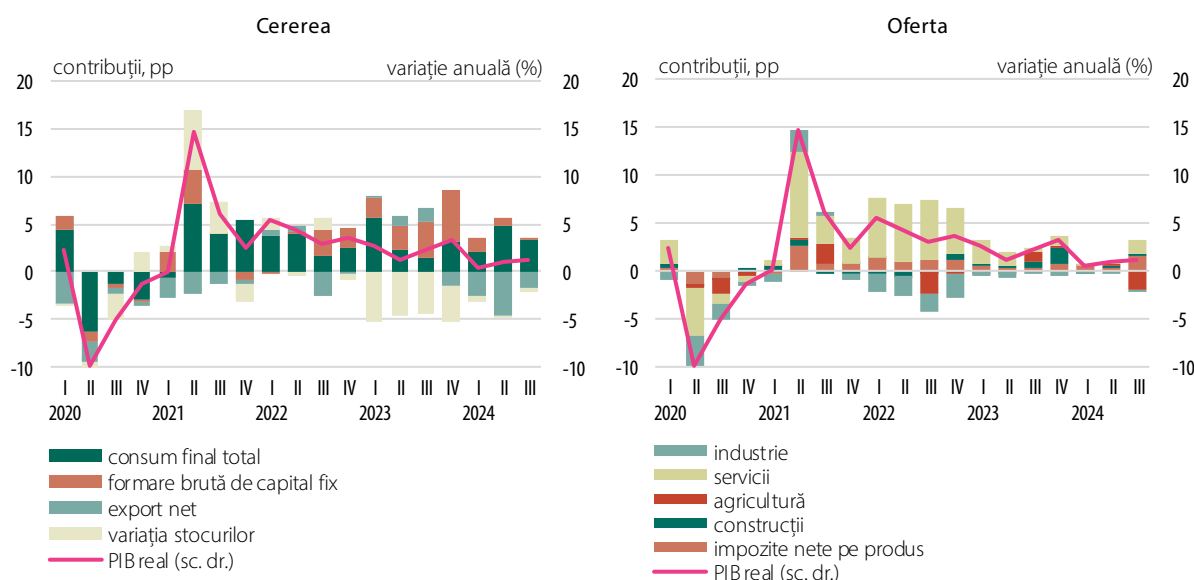
Nivelul efectiv al ratei anuale a inflației IPC la finele anului 2024 s-a situat cu 0,3 puncte procentuale peste cel prognozat în ediția din luna noiembrie a *Raportului asupra inflației*, în condițiile în care inflația de bază nu și-a reluat trendul descrescător, așa cum fusese anticipat. În plus, prețurile combustibililor au crescut peste așteptări, dat fiind că atât creșterea prețului lemnului de foc, cât și aprecierea dolarului au depășit valorile avute în vedere la realizarea proiecției.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

În trimestrul III, PIB real a păstrat o dinamică anuală modestă (+1,2 la sută³), pe fondul încetinirii ritmului de creștere la nivelul ambelor componente ale absorbției interne; în contrapartidă, importurile au pierdut din suflu, fapt care s-a regăsit în atenuarea efectului de erodare a cererii externe nete asupra creșterii PIB real (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



Sursa: INS

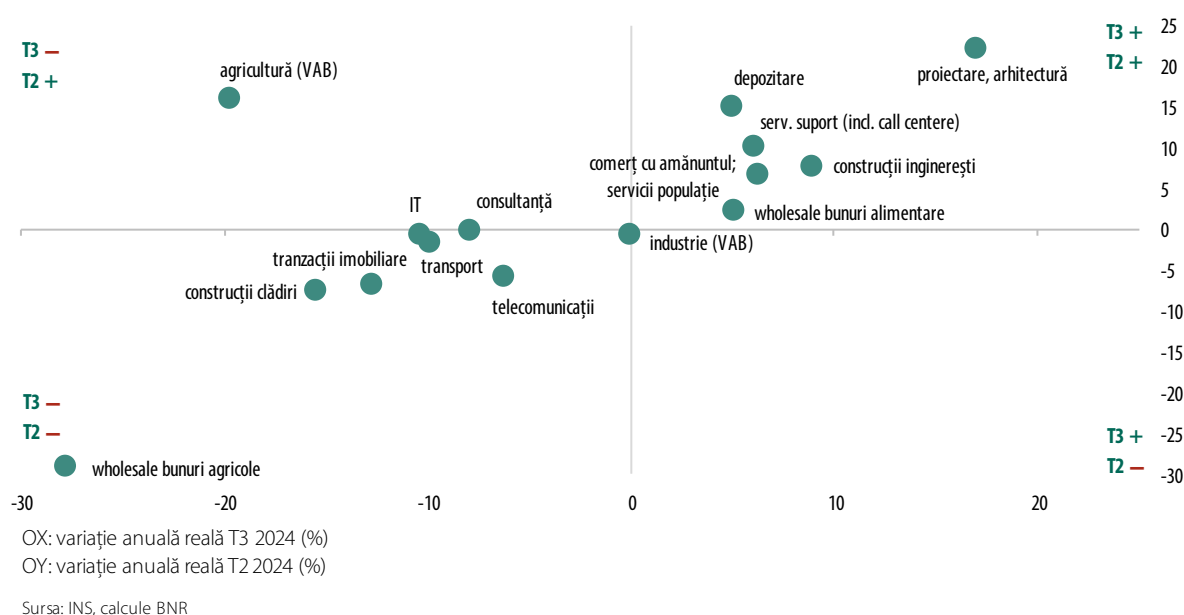
Din perspectiva ofertei, valoarea adăugată brută la nivelul economiei s-a redus cu 0,4 la sută, în contextul în care trenarea activității industriale, declinul prelungit al construcțiilor imobiliare și parcursul cel mult neutru al multor activități din servicii au fost însoțite de restrângerea severă a producției agricole sub efectul anului secetos. Au existat însă și sectoare cu evoluții pozitive, mai importante fiind construcțiile ingineresti, serviciile de proiectare, comerțul cu amănuntul și serviciile conexe (*wholesale* de bunuri de consum, depozitare, curierat), Grafic 2.2.

Consumul populației și-a temperat rata anuală de creștere până la 5,1 la sută, aportul dominant revenind autoconsumului, în asociere cu recolta modestă de porumb și floarea-soarelui. În schimb, achizițiile de mărfuri au continuat să se majoreze într-un ritm alert (peste 7 la sută, variație anuală), cu susținere mai ales din partea bunurilor de uz curent, care au înregistrat creșteri pe toate grupele de produse (cea mai dinamică

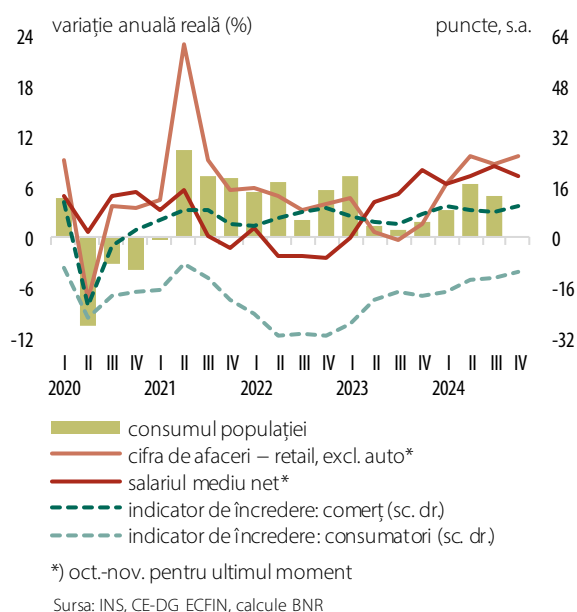
³ În această secțiune, comentariile privind evoluția anuală a PIB au la bază seriile de volum exprimate în prețurile trimestrului corespunzător al anului precedent.

fiind grupa articolelor de îmbrăcăminte, încălțăminte, produse cosmetice și farmaceutice, care a păstrat un avans de două cifre în termeni anuali). În cazul bunurilor de folosință îndelungată, creșterea vânzărilor a fost mai temperată, printre cele mai modeste ritmuri numărându-se cel al achizițiilor auto (+1,1 la sută), ca urmare a scăderii cererii de vehicule noi⁴.

Grafic 2.2. Principalele activități economice



Grafic 2.3. Consumul populației



Traectoria pozitivă a consumului privat este posibil să se mențină în viitorul apropiat, creșterea amplă a veniturilor reale ale populației în cursul anului 2024, suplimentată de majorarea consistentă a creditelor noi pentru consum, reflectându-se în îmbunătățirea indicatorilor de încredere în trimestrul IV, atât la nivelul populației, cât și al operatorilor din comerț (cu circa 2 puncte în fiecare caz comparativ cu media trimestrului III), Grafic 2.3. Perspectiva este confirmată de evoluția cifrei de afaceri din retail în perioada octombrie-noiembrie, al cărei volum s-a majorat cu 9,8 la sută în termeni anuali. Comerțul cu bunuri de uz curent și-a continuat creșterea alertă observată de la începutul anului, semnalele din piață indicând și anumite influențe benefice din partea ofertei, cum ar fi reconfigurarea strategiilor de vânzare în sensul creșterii frecvenței campaniilor promoționale⁵. Un alt segment cu o evoluție notabilă este comerțul online, creșterea

⁴ Pentru această categorie, dinamica anuală a numărului înmatriculărilor noi a reintrat în teritoriu negativ în trimestrul III (-13,7 la sută).

⁵ Potrivit datelor furnizate de YouGov România, în condițiile în care reducerile de preț vizează, de regulă, produsele consacrate, intensificarea campaniilor promoționale a condus la o creștere a concurenței exercitate de această categorie de produse asupra grupeii mărcilor proprii și, implicit, la o scădere a cotei de piață a celei din urmă.

cu peste 15 la sută în octombrie-noiembrie fiind în linie cu traiectoria de pe parcursul anului 2024. Astfel, ponderea persoanelor care utilizează mediul digital în scopul cumpărării de bunuri și servicii s-a apropiat de 60 la sută în anul 2024 (în raport cu numărul total al utilizatorilor de internet în ultimele 12 luni), în creștere față de anul precedent (dar, conform Eurostat, încă sensibil mai mică decât media UE de 76,7 la sută). Parcurusul ascendent al veniturilor populației a contribuit și la redresarea serviciilor recreative, dinamica anuală a volumului încasărilor revenind la valori pozitive în perioada octombrie-noiembrie (1,7 la sută), după două trimestre succesive de contracții.

În trimestrul III 2024, execuția bugetului general consolidat a cunoscut o nouă deteriorare pronunțată în raport cu perioada similară a anului anterior, generând un deficit de 32,6 miliarde lei (1,8 la sută din PIB), mult superior celui din trimestrul III 2023 (19,2 miliarde lei, respectiv 1,2 la sută din PIB). Deficitul bugetar l-a depășit astfel semnificativ pe cel din trimestrul II, la fel ca în anul 2023⁶, în condițiile în care veniturile bugetare totale s-au comprimat întrucâtva față de precedentele trei luni⁷, sub impactul scăderii încasărilor din impozitul pe profit⁸, din veniturile nefiscale⁹ și din impozitul pe salarii și venit¹⁰, contrabalansat doar parțial de majorarea celor din impozite și taxe pe bunuri și servicii¹¹. În același timp, cheltuielile bugetare totale au continuat să se mărească ușor¹², în principal pe seama creșterii accentuate a cheltuielilor de capital și a celor cu asistența socială¹³, în timp ce influențe contrare au venit din diminuarea altor componente de natură curentă¹⁴.

În ultimul trimestru din 2024, deficitul bugetar a consemnat o creștere considerabil mai mare decât în anul precedent, ajungând la 56,5 miliarde lei (3,2 la sută din PIB), față de 33,6 miliarde lei (2,1 la sută din PIB) în trimestrul IV 2023. În aceste condiții, pe ansamblul anului 2024, execuția bugetară s-a soldat cu un deficit de 152,7 miliarde lei (8,7 la sută din PIB), mult superior celui înregistrat în anul anterior, de 90,1 miliarde lei, respectiv 5,6 la sută din PIB.

⁶ În trimestrul II 2024 s-a consemnat un deficit bugetar de 27,8 miliarde lei (1,6 la sută din PIB), mult mai mare, la rândul său, decât cel din intervalul similar al anului 2023 (14,5 miliarde lei, respectiv 0,9 la sută din PIB).

⁷ În termeni anuali reali, veniturile bugetare totale au continuat totuși să crească, cu 6,7 la sută față de 5,9 la sută în trimestrul II.

⁸ Reflectând însă în mare parte efectul de bază asociat încasării în trimestrul II a impozitului pe profit aferent anului precedent; de altfel, dinamica lor anuală reală pozitivă s-a majorat în raport cu trimestrul precedent, urcând pe un palier de două cifre.

⁹ Aceasta au continuat totuși să crească în termeni anuali reali, dar mai lent decât în trimestrul anterior.

¹⁰ Acestea și-au conservat însă ritmul ridicat de creștere în termeni anuali reali.

¹¹ Creșterea acestei categorii de venituri a decurs cu precădere din evoluția altor impozite și taxe pe bunuri și servicii și, respectiv, a TVA, iar influențe suplimentare, dar mai mici, au generat încasările din accize.

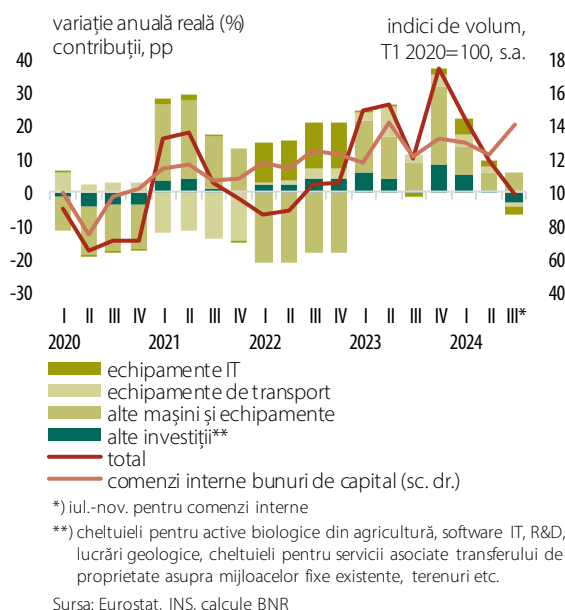
¹² Ritmul de creștere anuală reală a cheltuielilor bugetare totale s-a majorat la 14,0 la sută, de la 13,6 la sută în trimestrul II.

¹³ Ambele categorii de cheltuieli și-au cvasidublat dinamica anuală reală față de trimestrul precedent, în cazul cheltuielilor cu asistența socială evoluția reflectând și impactul măsurii de recalculare a pensiilor începând cu luna septembrie. O contribuție ceva mai redusă la majorarea cheltuielilor bugetare totale a avut și creșterea pe mai departe a cheltuielilor cu proiectele cu finanțare din componenta de împrumut a PNRR.

¹⁴ În principal a celor cu bunuri și servicii – în condițiile în care acestea au fost plafonate în intervalul septembrie-decembrie 2024 (conform OUG nr. 107/2024), mai devreme decât în anul anterior –, precum și a categoriilor alte cheltuieli și cheltuieli cu dobânzi și cu subvenții. Dinamicile anuale reale ale acestor cheltuieli (cu excepția celor din urmă, care s-au comprimat în termeni anuali) au rămas totuși pe palierul de două cifre, dar s-au redus față de trimestrul precedent. Cheltuielile cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile au scăzut la rândul lor – amplificându-și ușor declinul în termeni anuali reali –, însă fără a avea un impact semnificativ asupra soldului bugetar, dată fiind evoluția relativ similară a sumelor primite de la UE.

Formarea brută de capital fix a înregistrat o nouă încetinire, până la 0,4 la sută (variație anuală), în condițiile în care anul 2024 s-a caracterizat prin restrângerea principalelor canale de finanțare. Cu toate acestea, intensificarea pe final de an a lucrărilor pentru infrastructura de transport și revigorarea, în perioada iulie-noiembrie, a portofoliului de comenzi interne adresate industriilor producătoare de bunuri de capital ar putea sustine o relativă revenire a investițiilor pe termen scurt. Din perspectiva finanțării,

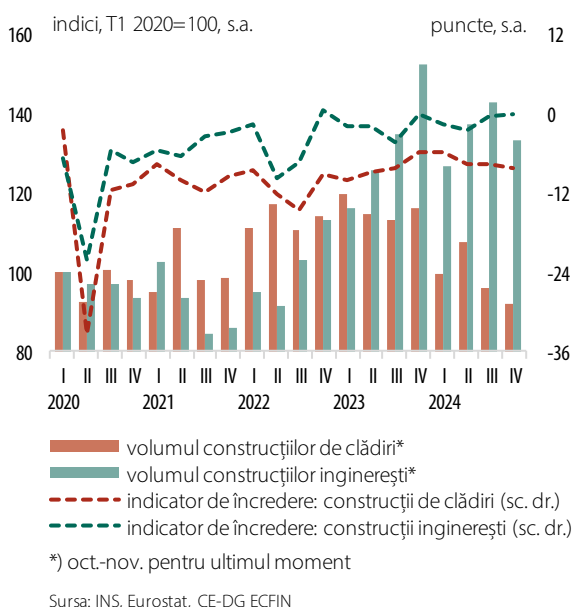
Grafic 2.4. Investiții, exclusiv construcții



trimestrul III a rămas în coordonatele primei jumătăți a anului, nivelul scăzut al resurselor proprii din sectorul corporativ (imprimit de evoluția negativă a activității în numeroase sectoare economice) fiind însoțit de diminuarea cu 26 la sută în perioada ianuarie-noiembrie a influxurilor de ISD sub forma participațiilor la capital (inclusiv reinvestirea profiturilor). Totodată, absorbția lentă a fondurilor europene¹⁵ și capacitatea administrativă precară de gestionare a resurselor atrase au continuat să frâneze acumulările de capital.

În acest context, temperarea ritmului formării brute de capital fix a fost atribuită, în principal, investițiilor mai scăzute în mijloace de transport (efectuate de companii și instituții publice), în hardware și software, precum și în active biologice din agricultură (plantații, animale), Grafic 2.4. O traiectorie inversă a consemnat poziția care exclude categoriile de mașini și echipamente menționate anterior, la a cărei creștere (cu 18 la sută în termeni anuali) au contribuit achizițiile de tehnologii pentru proiecte de investiții cu finalizare programată în ultimele luni ale anului, cum ar fi cele din domeniul auto¹⁶.

Grafic 2.5. Constructii



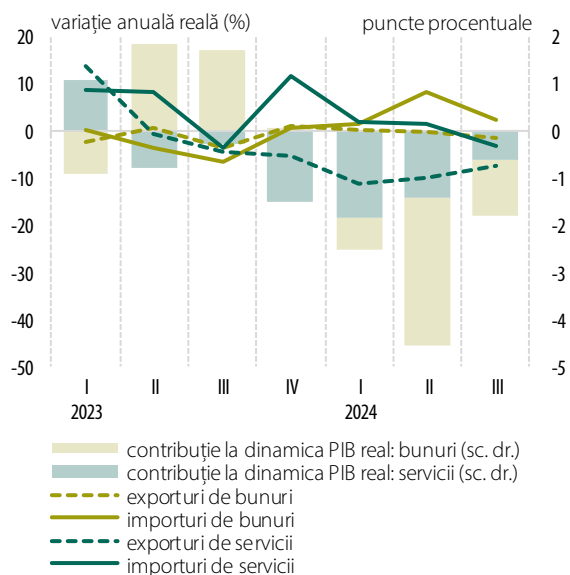
Investițiile în construcții au consemnat o ușoară revigorare, dar avansul a fost fragil (0,9 la sută, variație anuală) întrucât intensificarea, până la circa 9 la sută, a dinamicii lucrărilor ingineresti a fost în bună măsură contrabalansată de dublarea ritmului de scădere a construcțiilor imobiliare (până la -15,6 la sută). Evoluția va rămâne, probabil, divergentă și în viitorul apropiat (Grafic 2.5). Astfel, ultimul trimestru al acestui an cunoaște o accelerare a lucrărilor la rețeaua de transport rutier, inclusiv pentru proiectele de autostrăzi și drumuri expres. În schimb, așteptările privind construcțiile de clădiri rămân negative, un indiciu în acest sens

¹⁵ În cazul fondurilor europene structurale și de coeziune, la nivelul anului 2024 au fost atrase doar 53 la sută din sumele estimate în cadrul celor două exerciții standard și, respectiv, sub 8 la sută din granturile acordate prin PNRR (potrivit MF).

¹⁶ Inaugurarea unei linii de asamblare a bateriilor pentru mașini electrice la uzina Ford Otosan Craiova (octombrie), folosite pentru echiparea celor trei modele de autovehicule lansate în producție în ultima parte a anului 2024.

fiind deteriorarea continuă, de la începutul anului, a indicatorului de încredere în rândul firmelor de profil (de la -5,7 puncte în trimestrul IV 2023 la -8,1 puncte în trimestrul IV 2024).

Grafic 2.6. Comerț exterior



Cererea externă netă a continuat să erodeze dinamica anuală a PIB real, însă amplitudinea acestui efect s-a diminuat comparativ cu trimestrul II (până la -1,8 puncte procentuale), în principal pe seama frânării ritmului de creștere a importurilor de bunuri (Grafic 2.6).

Potrivit datelor de conturi naționale, volumul exporturilor de bunuri a înregistrat o nouă contracție (cu 1,6 la sută în termeni anuali), imprimată, în principal, de factorul climatic și de parcursul anemic al cererii externe, mai ales pe plan european. În primul caz, seceta persistentă și temperaturile ridicate din anul curent și-au pus amprenta asupra livrărilor externe de materii prime agricole, al căror volum s-a redus cu circa 16 la sută. În cel de-al doilea caz, trenarea activității economice în zona euro, mai ales în Germania, a afectat exporturile de produse manufacturate – bunuri finale (în special de consum¹⁷,

al căror export s-a majorat cu puțin peste un procent) sau bunuri intermediare ale unor ramuri integrate în lanțurile internaționale de producție (de exemplu, echipamente electrice, componente electronice).

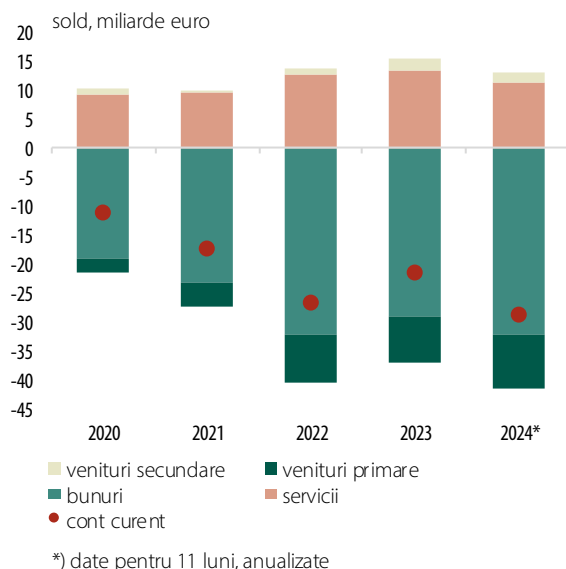
Deși competitivitatea prin preț a produselor locale nu se numără printre principalii factori de eroziune a poziției comerciale externe în 2024, după cum indică aprecierea relativ modestă, de circa 2 la sută în medie, a cursului de schimb real efectiv pe baza indicelui prețurilor producției industriale, nu pot fi ignorate presiunile induse în continuare de costurile cu forța de muncă. Menținerea dinamicii de două cifre a ULC nominal în industria prelucrătoare este de natură a crea preocupări în perioade de temperare a cererii, mai ales în cazul ramurilor care folosesc în mai mare măsură factorul muncă (așa cum sunt industria ușoară, industria electronică sau cea de mașini și echipamente). Dincolo de această provocare, manifestată în ultimii trei ani, industria locală se confruntă cu tensiuni concurențiale generate de evoluțiile internaționale recente. Este cazul metalurgiei, unde exporturile sunt afectate de oferta abundentă și relativ ieftină, de proveniență chineză și turcă, precum și cel al industriei auto, unde mașinile electrice chinezești vor reprezenta un competitor puternic pentru modelele autohtone de acest tip (lansate în producție la finele anului 2024).

O anumită contribuție la deteriorarea componentei externe a PIB în trimestrul III a revenit și balanței energetice, condițiile de secetă repercutându-se asupra producției de energie hidroelectrică, fapt care a determinat acoperirea vârfurilor de consum prin

¹⁷ De exemplu, produse alimentare, produse cosmetice, electrocasnice.

importuri și reducerea exporturilor. Și livrările externe de gaze naturale au scăzut, refacerea graduală a consumului industrial captând o parte mai mare din resursele autohtone. Cu toate acestea, pe ansamblul anului 2024, creșterea producției locale a permis anularea dependenței de importuri a economiei. Schimburile comerciale cu petrol și bunuri derivate au fost, în linii mari, echilibrate în trimestrul III, trecerea pe surplus a balanței produselor petroliere antrenând importuri suplimentare de țiței.

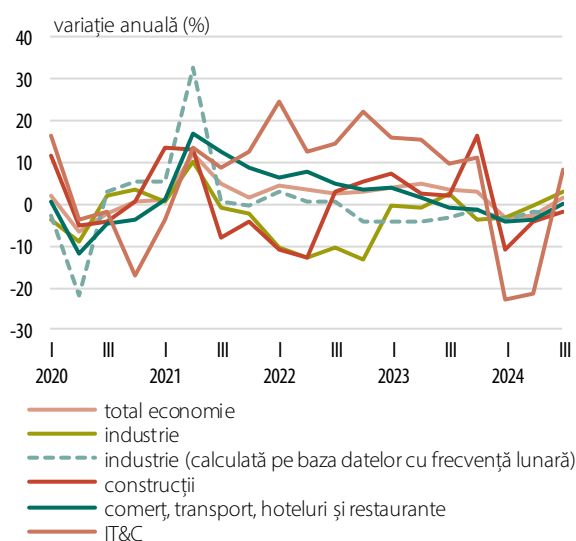
Grafic 2.7. Contul curent



Încetinirea dinamicii absorbției interne și parcursul nefavorabil al livrărilor externe s-au reflectat în variația anuală a importurilor de bunuri, decelerarea acestora (până la +2,4 la sută) fiind localizată la nivelul bunurilor intermediare, în timp ce importurile de bunuri de consum au continuat să evolueze într-un ritm alert (circa 7 la sută).

În perioada ianuarie–octombrie 2024, decalajul negativ dintre dinamica volumului exporturilor și cea aferentă importurilor de bunuri a fost doar marginal atenuat de evoluția favorabilă a componentei de preț (creștere ușor mai pronunțată a IVU în cazul exporturilor comparativ cu cel al importurilor)¹⁸. În consecință, în primele 11 luni ale anului 2024 deficitul bunurilor (date BOP) s-a adâncit cu 14,9 la sută față de aceeași perioadă din anul anterior. Evoluția s-a repercutat asupra deficitului contului curent (+33 la sută), alături de reducerea surplusului aferent balanței serviciilor – explicată de adâncirea deficitului din turism, precum și de scăderea încasărilor nete din transportul de mărfuri (în linie cu trenarea activității economice în România și, în general, la nivel european). Un aport suplimentar a aparținut contului de venituri primare, pe seama creșterii plăților de dobânzi pentru titlurile guvernamentale emise pe piața externă și a intrărilor mai modeste de fonduri asociate remunerării lucrătorilor români din străinătate; influența negativă a acestor evoluții a fost atenuată de reducerea ieșirilor sub forma profiturilor reinvestite aferente companiilor ISD, precum și de o anumită îmbunătățire a surplusului de venituri secundare (Grafic 2.7).

Grafic 2.8. Productivitatea muncii pe ansamblul economiei



Productivitatea muncii

În trimestrul III 2024, dinamica productivității muncii pe ansamblul economiei a revenit în teritoriu pozitiv (1,5 la sută față de -2,7 anterior), cu contribuția

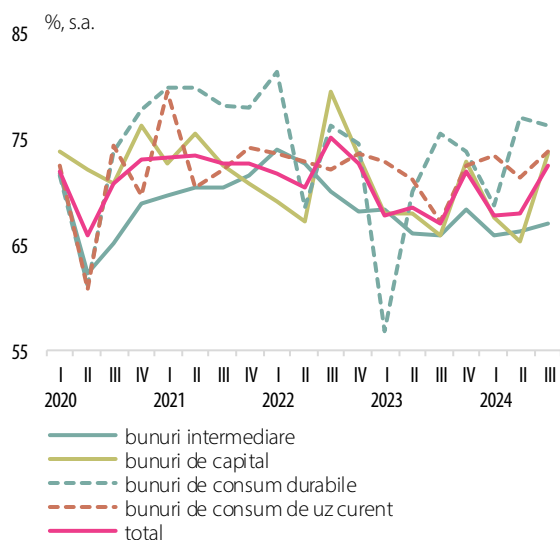
importantă a serviciilor, în special comerț și activități conexe, susținute de cererea

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

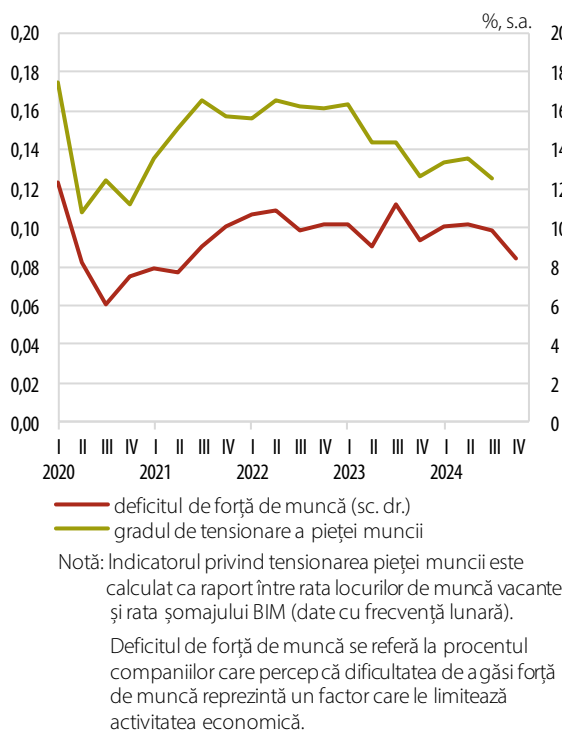
de consum, respectiv IT&C, unde continuă procesul de restructurare (Grafic 2.8). O evoluție pozitivă pare să fi avut și productivitatea muncii în industrie (calcul pe baza valorii adăugate brute), care este însă divergentă de cea indicată de seriile lunare privind producția și numărul de salariați. Determinată astfel, productivitatea muncii a consemnat al optulea trimestru consecutiv de contracție în termeni anuali, dinamica sa reducându-se suplimentar, până la -2,1 la sută.

Tabloul afișat de activitatea industrială rămâne similar, în linii mari, celui prevalent pe tot parcursul anului 2024. Pe partea cererii, există în continuare suport din partea pieței interne (comenzi noi în creștere cu peste 7 la sută ritm anual în trimestrul III și ritm de două cifre în octombrie), în timp ce comenzile externe s-au redus cu circa 1 la sută în intervalul iulie-octombrie. La nivelul subsectoarelor se disting restrângeri pronunțate ale indicatorilor de productivitate în multe dintre activitățile orientate preponderent către export: contracții de două cifre în industria de cauciuc și mase plastice, metalurgie, IT și electronice sau cea de mașini și echipamente. Evoluțiile au loc în contextul mai larg în care pierderea de competitivitate a industriei comunitare, în special auto, continuă să erodeze interesul pentru produsele europene în detrimentul celor fabricate în China sau SUA. Pe acest fundal, un val de restructurări și chiar falimente se manifestă deja la câteva fabrici auto mari din Europa, și, mai departe, la producători din industriile conexe. Acestea se repercutează rapid asupra economiei locale, având în vedere gradul ridicat de integrare: circa 40 la sută din valoarea adăugată în industria locală este exportată, iar jumătate din această valoare are ca destinație finală zona euro. Perspectiva pentru evoluțiile mediului extern se menține

Grafic 2.9. Gradul de utilizare a capacităților de producție în industria prelucrătoare



Grafic 2.10. Gradul de tensionare a pieței muncii



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

Evoluții pe piața muncii

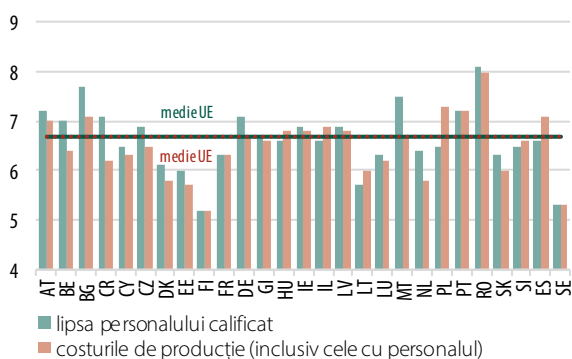
În intervalul iulie-noiembrie, coordonatele pieței muncii au suferit unele modificări, tendința de detensionare devenind mai evidentă (Grafic 2.10). Cererea de forță de muncă a rămas modestă, rata șomajului s-a majorat, iar salariile și-au reluat tendința descendentă, după creșterea amplă din iulie, asociată majorării salariului minim brut pe economie. Cu toate că evoluțiile recente au adus unele semnale pozitive în ceea ce privește efectivul de salariați și rata șomajului, în linie cu dinamica ușor pozitivă a activității economice, perspectivele rămân rezervate.

Rata locurilor de muncă vacante s-a menținut la 0,7 la sută în trimestrul III 2024, nivel la care se situează încă din trimestrul IV 2023 (față de 0,8-0,9 la sută în perioada 2021-2023 trimestrul IV). Concomitent, oferta de forță de muncă s-a majorat, rata șomajului BIM urcând la 5,6 la sută în trimestrul III și la 5,4 la sută în octombrie-noiembrie (date provizorii), după ce în prima parte a anului fusese relativ stabilă în jurul nivelului de 5,2 la sută. Relaxarea suplimentară a pieței muncii este posibil să fi contribuit la atenuarea deficitului de personal calificat în ultimul trimestru al anului, indicatorul asociat din ediția decembrie 2024 a sondajului DG ECFIN coborând la 8,3 la sută, după o perioadă de circa trei ani în care a oscilat în jurul valorii de 10 la sută. Totuși, deficitul de forță de muncă rămâne o caracteristică persistentă a economiei românești (Grafic 2.11), date fiind efectele de lungă durată ale unor factori structurali, precum emigrarea masivă, îmbătrânirea populației, rata scăzută de participare și neconcordanța între calificările solicitate de companii și cele de care dispun candidații.

Dinamica anuală a efectivului de salariați din economie și-a continuat parcursul descendent în trimestrul III, ajungând la 0,5 la sută, Grafic 2.12. Decelerarea a fost imprimată, în principal, de industria prelucrătoare. Pe de o parte, situația dificilă a sectorului auto pe plan european se resimte puternic și în industria locală, fiind estimat că un post

restructurat în industria auto din Germania conduce la pierderea a șapte până la zece locuri de muncă pe lanț, în industria de componente¹⁹. Pe de altă parte, continuă restructurările în ramurile mai afectate de majorarea salariului minim, precum cele

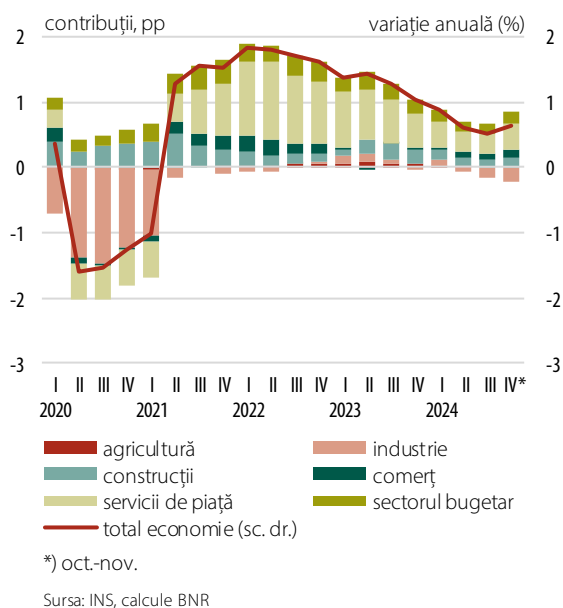
Grafic 2.11. Principalele probleme întâmpinate de companii în desfășurarea activității



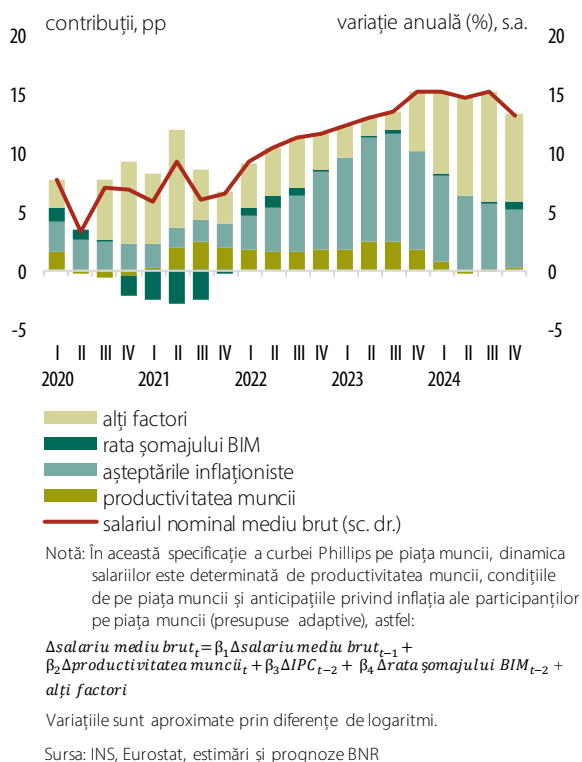
Sursa: BCE, CE-DG IMIESMEs, „Survey on the Access to Finance for Enterprises” (SAFE)

¹⁹ Potrivit unei analize a firmei de recrutare Prohuman.

Grafic 2.12. Efectivul salariaților din economie



Grafic 2.13. Evoluția salariului mediu brut pe economie



în perioada analizată, de la circa 15 la sută în trimestrul II la aproape 18 la sută în intervalul iulie-octombrie.

din industria ușoară. Variația anuală de personal se menține în zona de contracție și în sectorul IT, iar perspectivele sunt incerte, în contextul unei cereri externe în ajustare, al provocărilor asociate schimbărilor rapide de paradigmă care caracterizează acest domeniu de activitate, dar și al progresului modest în sfera digitalizării pe plan intern. Totuși, intervalul octombrie-noiembrie a adus o ușoară îmbunătățire a indicatorului agregat, variația anuală a numărului de salariați din economie mărindu-se la 0,6 la sută, evoluție atribuită cu precădere serviciilor (în principal HoReCa, zona de transport și depozitare, activități administrative, dar și recreative). În ceea ce privește sectorul bugetar, dinamica anuală a efectivului de salariați s-a păstrat la 0,8 la sută în perioada iulie-noiembrie.

În trimestrul III, ritmul anual de creștere a salariului mediu brut pe economie și-a întrerupt tendința descendentă, majorându-se până la 16,7 la sută (+0,8 puncte procentuale față de trimestrul precedent), aceasta fiind ulterior reluată în intervalul octombrie-noiembrie, când a avut loc o temperare până la 14,2 la sută. Tendința a fost imprimată de sectorul privat și este explicată în bună măsură de modificările intervenite la nivelul salariului minim. Pe de o parte, majorarea de la începutul lunii iulie 2024 a împins dinamica anuală în sectorul privat până la 16,3 la sută în trimestrul III 2024 (+1,6 puncte procentuale); pe de altă parte, creșterile operate în trimestrul IV 2023 au generat un efect de bază în octombrie-noiembrie 2024, când indicatorul a coborât la 13,2 la sută (Grafic 2.13).

Sectorul bugetar a urmat un traseu descendent, ajungând la 17,7 la sută în perioada iulie-noiembrie (-2,1 puncte procentuale față de trimestrul II). Și în acest caz s-a observat un efect statistic determinat de majorarea considerabilă a salariilor în educație începând cu 1 iunie 2023. În administrație publică și sănătate, ritmurile de creștere au accelerat

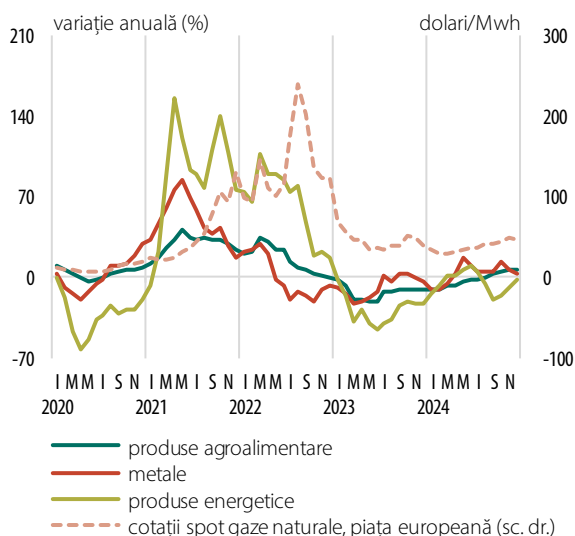
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

În trimestrul III 2024, atât prețurile de import, cât și cele de producție aferente bunurilor industriale și agricole de proveniență internă au consemnat intensificări ale dinamicii anuale până la valori pozitive, sub impactul temperaturilor excesive care au favorizat creșteri importante pe segmentul energie electrică, dar și al prețurilor agroalimentare, prin afectarea culturilor de primăvară. În octombrie-noiembrie însă, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă revine în teritoriu negativ, factorul decisiv fiind reprezentat de ajustarea unor tarife de comercializare a gazelor naturale. Deși se menține ridicată, presiunea din partea costurilor cu forța de muncă în industrie s-a mai disipat recent, ca rezultat al restructurărilor din ultimul an.

2.1. Prețurile de import

Perspectivile rezervate privind activitatea globală au contribuit la păstrarea dinamicii anuale negative a cotațiilor internaționale ale materiilor prime în ultima jumătate

Grafic 2.14. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, Bloomberg, calcule BNR

a anului 2024, indicele agregat publicat de Banca Mondială consemnând în ultimele două trimestre ale anului contracții de 4 la sută, respectiv 4,4 la sută (Grafic 2.14).

Tendința a caracterizat prețurile bunurilor energetice, care înregistrează scăderi anuale, celelalte cotații păstrându-și avansurile anuale moderate. Astfel, prețul țițeiului, după ascensiunea de la începutul lunii iulie pe fondul stocurilor mai scăzute și al temerilor privind escaladarea tensiunilor geopolitice, revine din august pe o traiectorie descendentă, stabilizându-se în ultimul trimestru în jurul nivelului de 73 de dolari SUA/baril. Temerile privind încetinirea economică globală și oferta mai mare din partea SUA au contrabalansat tensiunile geopolitice din Orientul Mijlociu și Europa de Est și îmbunătățirea estimărilor de creștere a cererii ca urmare a reducerii ratei dobânzii Fed. În schimb, dată fiind situația geopolitică, piața europeană a gazului natural

se menține tensionată în ultima jumătate a anului. Astfel, traiectoria ascendentă a cotațiilor a fost întreruptă doar temporar în septembrie (date fiind stocurile semnificative), trendul crescător fiind reluat ulterior, pe fondul majorării cererii de încălzire rezidențială la un nivel superior mediei sezoniere, ca urmare a vremii mai reci în anumite părți ale Europei (la finele lunii decembrie 2024, depozitele de gaze naturale atingeau un grad de umplere de doar 72 la sută la nivel european comparativ cu 86 la sută la sfârșitul anului 2023). Presiuni suplimentare au fost generate de expirarea acordului de tranzit al gazelor dintre Ucraina și Rusia la finalul anului 2024.

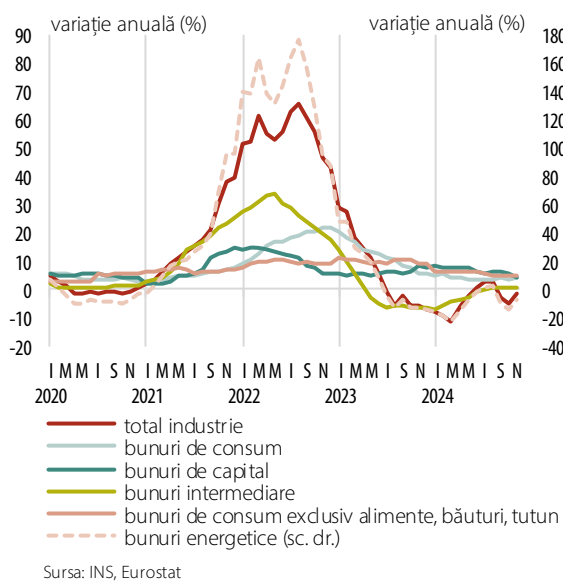
Prețurile metalelor industriale (inclusiv produse minerale) au consemnat o atenuare a creșterii anuale, până la 4,4 la sută în intervalul iulie-septembrie (o scădere anuală pronunțată având cotația minereului de fier), favorizate de încetinirea economiei Chinei, în special în sectorul investițiilor imobiliare. Ulterior, anticiparea creșterii economice din SUA și redresarea industriei chineze, odată cu anunțul stimulentei guvernamentale, au condus la un avans considerabil al cotațiilor la debutul trimestrului IV; în lunile noiembrie-decembrie a avut loc o atenuare graduală, impactul măsurilor stimulative din China asupra creșterii cererii fiind supraestimat de piețe.

Indicele FAO s-a plasat pe o pantă ascendentă, rata anuală redevenind pozitivă în ultimul trimestru (5,9 la sută), creșteri importante fiind observate pe segmentul oleaginoaselor (dată fiind recolta slabă din regiunea Mării Negre) și al lactatelor, pe fondul unei producții mai reduse de lapte, efect al condițiilor meteorologice eratic.

În trimestrul III, indicele anual al valorii unitare a importurilor a revenit la valori supraunitare (101,5 la sută față de 97,8 la sută în trimestrul anterior), impactul nefavorabil asupra prețurilor interne fiind atenuat de aprecierea leului în raport cu dolarul SUA. În structură, creșteri ale IVU au înregistrat majoritatea categoriilor de bunuri. Accelerări mai însemnate comparativ cu intervalele precedente au fost vizibile în cazul bunurilor energetice (trecere în zona pozitivă, în urma unui avans de 8,4 puncte procentuale, corelat cu creșterea cotațiilor de la începutul perioadei) și în cel al mărfurilor alimentare, ale căror prețuri au purtat amprenta anului agricol nefavorabil (în principal pe segmentele fructe, grăsimi, carne).

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

Grafic 2.15. Prețurile producției industriale pentru piața internă



În intervalul octombrie-noiembrie 2024, rata anuală de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă a coborât în teritoriu negativ, până la -3,3 la sută (-3,9 puncte procentuale față de trimestrul III 2024), contracția fiind determinată exclusiv de bunurile energetice, ca urmare a ajustării tarifelor de către principalii furnizori de gaze naturale (Grafic 2.15). Excluzând această evoluție, variația anuală a prețurilor este estimată a se fi plasat în perioada analizată în jurul nivelului de 3 la sută, similar trimestrului III și în creștere cu circa 1,5 puncte procentuale față de prima jumătate a anului. În absența unor presiuni notabile din partea cotațiilor materiilor prime neenergetice, dinamica reflectă, cel mai probabil, influența costurilor salariale, care deși s-a mai disipat în ultima perioadă ca rezultat al restructurărilor și al unei modeste redresări temporare a activității, rămâne ridicată. Indicii în același sens

oferă majorarea soldului conjunctural DG ECFIN privind prețurile de producție în decembrie 2024 (până la 18,6 la sută comparativ cu 15,4 la sută în primele luni ale trimestrului IV), în special în cazul agenților economici care activează în cadrul industriilor producătoare de bunuri de capital și de consum, cu cea mai ridicată expunere la factorul muncă.

Contrația anuală a prețurilor bunurilor energetice s-a adâncit în intervalul octombrie-noiembrie cu 8,2 puncte procentuale, până la -10,4 la sută. Tendința a fost imprimată de evoluțiile din industria de prelucrare a țițeiului, în corelație cu traiectoria cotațiilor petrolului, dar mai ales de cele din ramura de producție și furnizare a energiei electrice, termice și a gazelor, unde prețurile de producție s-au redus în termeni anuali cu 10,1 la sută în perioada octombrie-noiembrie față de -0,8 la sută în trimestrul III. În acest din urmă caz, dincolo de manifestarea unui efect de bază, evoluția reflectă reînnoirea contractelor cu marii consumatori industriali la prețuri mai avantajoase și competiția pentru cota de piață dintre principalii furnizori.

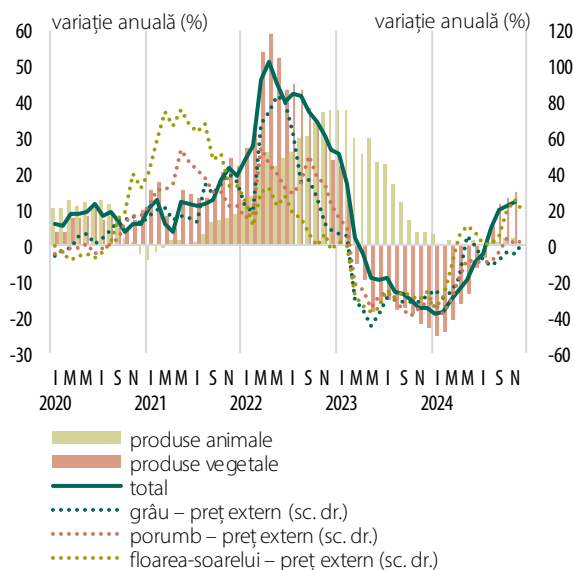
Un aport modest a venit și segmentului energie electrică, corecția din luna octombrie a prețurilor pe piața *spot*²⁰ fiind anulată în cea mai mare parte de evoluția din noiembrie. Astfel, în contextul majorării ofertei, condițiile meteo fiind favorabile pentru producția din surse regenerabile, în special hidro (debitul Dunării s-a situat cu mult peste media multianuală), cotațiile au consemnat scăderi importante în luna octombrie. Tendința s-a inversat însă ulterior, acestea înregistrând un salt semnificativ, reducerea producției interne de energie electrică (inclusiv ca urmare a unor lucrări de revizie desfășurate de unele companii de profil) fiind însoțită de o creștere a consumului, pe fondul temperaturilor sub media sezonieră din această perioadă. Sectorul continuă să resimtă ritmul lent în care investițiile ajung să fie implementate, o impulsivitate fiind posibil să ofere intrarea în vigoare a schemei de contracte pentru diferență (care prevede ca producătorului să îi fie garantat un preț minim de vânzare); succesul acesteia rămâne însă condiționat de realizarea de investiții pentru îmbunătățirea rețelei perimate de distribuție și transport.

Dinamica anuală a prețurilor bunurilor de capital a rămas ridicată (4,9 la sută), mult peste media sectorului industrial, continuând să reflecte, în parte, presiunile de la nivelul costurilor salariale. Se remarcă totuși o încetinire în perioada octombrie-noiembrie (-1,4 puncte procentuale), antrenată de industria auto (de la 5,7 la sută în trimestrul III la 2,6 la sută), închiderea unor fabrici de componente și concedierile asociate contribuind la moderarea acestei influențe la nivelul întregului segment, prin limitarea dinamicii salariale în companiile rămase.

În cazul bunurilor de consum, variația anuală a prețurilor de producție consemnează o intensificare ușoară până la 4,1 la sută. În industria alimentară încep să se manifeste presiuni din partea costurilor cu unele materii prime agroalimentare, mai ales plante oleaginoase și lapte, ale căror cotații au înregistrat un salt apreciabil în a doua jumătate a anului. De asemenea, se mențin presiunile din partea costurilor salariale, industriile producătoare de bunuri de consum fiind mai vulnerabile la creșterea salariului minim.

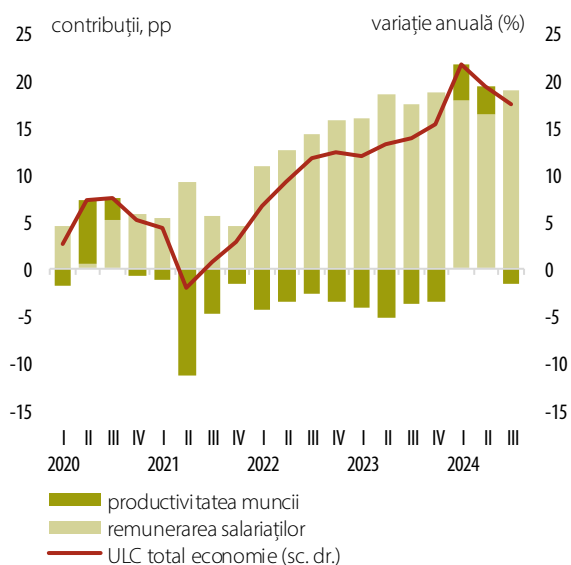
²⁰ Ulterior creșterilor exacerbate din lunile iulie-august, pe fondul dezechilibrului acut dintre majorarea consumului (temperaturi extrem de ridicate) și reducerea producției (secetă, revizii).

Grafic 2.16. Prețurile producției agricole



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

Grafic 2.17. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: INS, calcule BNR

Dinamica anuală a prețurilor de producție ale bunurilor intermediare, chiar dacă în ușoară accelerare față de perioada anterioară, rămâne redusă (0,9 la sută), dată fiind păstrarea variației anuale negative în industria metalurgică, pe fondul concurenței din partea importurilor ieftine din Turcia, posibil favorizate de utilizarea de materii prime din Rusia.

Prețurile producției agricole în perioada octombrie-noiembrie 2024 și-au intensificat ritmul anual (+7,8 puncte procentuale față de trimestrul III), până la 11,6 la sută, cu accelerări de ritm pe ambele segmente (Grafic 2.16). În cazul produselor vegetale, dinamica anuală a urcat până la 14 la sută, reflectând recolta slabă (atât la nivel european, cât și pe plan intern). Majorări semnificative de dinamică se remarcă în cazul semințelor de floarea-soarelui (până la 27,4 la sută), la această cultură producția fiind estimată la jumătate din media ultimilor cinci ani. O evoluție similară, dar de amplitudine redusă, a consemnat rata anuală a prețurilor produselor animale: 2,2 la sută, cu 1,3 puncte procentuale peste media trimestrului III, costul furajelor reluând trendul ascendent.

Costurile unitare cu forța de muncă

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei se menține la un nivel înalt (17,4 la sută), deși în trimestrul III a înregistrat o anumită atenuare față de valoarea precedentă (-2,1 puncte procentuale), Grafic 2.17. Avansul mai alert al remunerării pe salariat (19,1 la sută, +2,8 puncte procentuale) a fost atenuat doar marginal de revenirea în teritoriu pozitiv a ritmului de creștere a productivității muncii (1,5 la sută, în creștere cu 4,2 puncte procentuale față de cele trei luni anterioare), decalajul dintre cei doi indicatori fiind în continuare considerabil. În structură,

activitățile profesionale și serviciile administrative au avut un aport mai important la ușoara ameliorare a productivității.

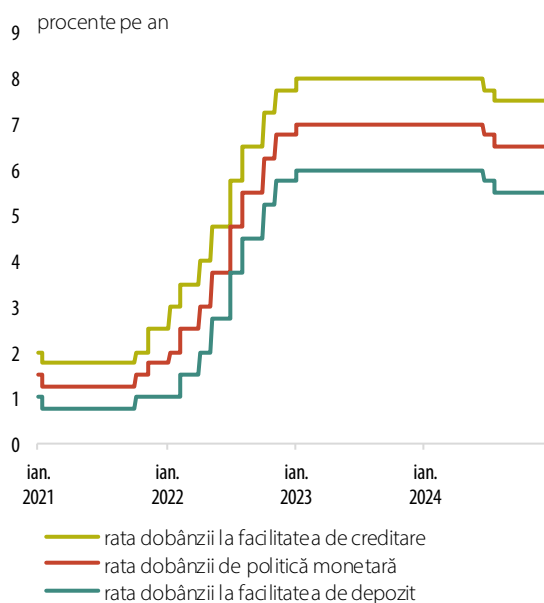
În industrie, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare s-a temperat până la 12,2 la sută în intervalul octombrie-noiembrie, după o majorare până la 18,5 la sută în trimestrul III; în primele două luni ale trimestrului IV, producția autohtonă a înregistrat o redresare după o perioadă de contracție a activității, însoțită de o temperare a ritmului de creștere a salariilor. Astfel, majoritatea ramurilor au înregistrat temperări ale dinamicii ULC, variațiile anuale plasându-se, în linii mari, în intervalul 10-20 la sută (valori superioare, de peste 30 la sută, s-au regăsit doar în extracția minereurilor metalifere și serviciile anexate, fabricarea băuturilor și în repararea, întreținerea și instalarea mașinilor).

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În lunile noiembrie 2024 și ianuarie 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 noiembrie au fost adoptate în contextul înrăutățirii evoluției și a perspectivei inflației în raport cu precedenta prognoză pe termen mediu, mai cu seamă pe termen scurt, precum și al incertitudinilor ridicate asociate previziunilor pe orizontul mai îndepărtat de timp.

Astfel, rata anuală a inflației a continuat să se reducă pe ansamblul trimestrului III 2024, dar mai lent decât în precedentele trei luni și comparativ cu previziunile, coborând în septembrie la 4,62 la sută, de la 4,94 la sută în iunie, în condițiile în care scăderile ample de dinamică consemnate de prețurile administrate și de prețul combustibililor²¹ au fost în mare parte contrabalansate ca impact de creșterea prețurilor alimentelor și, într-o mai mică măsură, a prețului energiei electrice, prioritar pe fondul secetei severe din anul 2024. La rândul ei, rata anuală a inflației

CORE2 ajustat și-a încetinit trendul descendent în trimestrul III, inclusiv față de previziuni, reducându-se în septembrie la 5,6 la sută, de la 5,7 la sută în iunie²²,

²¹ Sub influența unor efecte de bază și a declinului neașteptat al cotației țițeiului.

²² Decelerarea inflației de bază a avut pe mai departe ca principale resorturi efectele de bază dezinflaționiste de la nivelul subcomponentelor non-alimentare și dinamica descrescătoare a prețurilor importurilor. Acțiunea acestora a fost mult atenuată în trimestrul III de efectul statistic nefavorabil manifestat pe segmentul alimentelor procesate și de majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare, precum și de costurile salariale crescute, transferate cel puțin parțial asupra unor prețuri de consum, inclusiv pe fondul așteptărilor inflaționiste pe termen scurt încă înalte și al cererii solide de bunuri.

în contextul reaccelerării creșterii prețurilor alimentelor procesate și al frânării declinului dinamicii înalte a prețurilor serviciilor, dar și al scăderii într-un ritm relativ alert, similar celui din trimestrul II, a dinamicii prețurilor mărfurilor nealimentare, care rămânea totuși ridicată.

În același timp, prognoza pe termen mediu actualizată a relevat o perspectivă înrăutățită a inflației în raport cu previziunile precedente, mai ales pe termen scurt, în condițiile în care rata anuală a inflației era anticipată să crească ușor în ultimele luni ale anului 2024 și să cunoască o fluctuație pronunțată în prima jumătate a lui 2025, rămânând astfel deasupra intervalului țintei și semnificativ peste valorile anticipate în luna august 2024. Totodată, ea era așteptată să-și reia ulterior descreșterea pe o traiectorie mai ridicată decât cea previzionată anterior, coborând abia în debutul anului 2026 sub limita de sus a intervalului țintei și rămânând în proximitatea acesteia până la finele orizontului prognozei. Astfel, rata anuală a inflației urma să se mărească la 4,9 la finele anului 2024, iar apoi să se reducă la 3,5 la sută în decembrie 2025 și la 3,3 la sută la finele orizontului de prognoză²³.

Evoluția fluctuantă și nivelurile mai ridicate ale ratei anuale a inflației din următoarele trei trimestre erau atribuibile prioritar unor efecte de bază în dublu sens – asociate inclusiv modificărilor legislative în domeniul energiei aplicate în luna aprilie 2024 –, dar și secetei severe din anul 2024 și tendinței de majorare a cotațiilor unor mărfuri, de natură să afecteze pe mai departe dinamicile prețurilor alimentelor și energiei. Acțiunea de ansamblu a factorilor pe partea ofertei era așteptată să redevină însă dezinflaționistă ulterior, în principal sub impactul efectelor de bază anticipate a se manifesta la nivelul subcomponentelor non-alimentare ale inflației de bază, dar și pe segmentele prețuri administrate și produse din tutun²⁴. Traectoria prețurilor energiei și alimentelor rămânea însă o sursă importantă de riscuri inflaționiste, în contextul legislației în domeniu și al secetei prelungite din 2024, ca și cea a cotațiilor țițeiului și altor materii prime, în condițiile escaladării tensiunilor geopolitice.

Din partea factorilor fundamentali se așteptau însă presiuni inflaționiste mai moderate și în atenuare mai rapidă decât în prognoza precedentă, dată fiind perspectiva restrângerii progresive a excedentului de cerere agregată în următoarele șase trimestre, până aproape de închidere, implicit la valori semnificativ inferioare celor previzionate anterior²⁵. Pe termen scurt, presiunile se anticipau a rămâne totuși apreciable, inclusiv în contextul dinamizării puternice a consumului privat în semestrul I 2024 și probabil pe ansamblul anului, precum și ca urmare a nivelului crescut și peste așteptări atins în ultima perioadă de dinamica anuală a costului unitar cu forța de muncă din sectorul privat.

²³ Comparativ cu valorile de 4,0 la sută, 3,4 la sută, respectiv 3,2 la sută indicate de prognoza precedentă pentru aceleași momente de referință.

²⁴ Totodată, dinamica prețului combustibililor se anticipa să rămână pe termen scurt sub nivelurile prognozate anterior, pe fondul evoluției recente și anticipate a cotației țițeiului.

²⁵ Creșterea economică era așteptată să-și reducă sensibil ritmul în 2024, iar în 2025 să cunoască o redresare moderată, în condițiile revigorării cererii externe, precum și pe fondul utilizării fondurilor europene aferente instrumentului „Next Generation EU”, într-un volum totuși mai mic decât cel previzionat anterior.

Incertitudini și riscuri însemnate decurgeau din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, date fiind măsurile fiscale și bugetare potențial implementate începând cu anul 2025 în scopul poziționării deficitului bugetar pe o traiectorie descrescătoare sustenabilă și compatibilă cu noul cadru de guvernanță economică al UE. Totodată, incertitudini și riscuri crescute la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, generau războiul din Ucraina și conflictul din Orientul Mijlociu, precum și evoluțiile economice din Europa și de pe plan global, inclusiv pe fondul escaladării tensiunilor geopolitice, dar și absorbția și utilizarea eficientă a fondurilor europene, îndeosebi a celor aferente programului „Next Generation EU”.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației s-a mărit în ultimele trei luni ale anului 2024 mai mult decât s-a anticipat, urcând la 5,14 la sută în decembrie, în principal sub impactul scumpirii combustibililor²⁶, dar și ca efect al noilor majorări înregistrate de prețurile alimentelor, pe fondul secetei severe din vara anului 2024 și al creșterii cotațiilor unor mărfuri.

În același timp, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a întrerupt trendul descendent, menținându-se până în decembrie la nivelul de 5,6 la sută, similar celui de la finele trimestrului III, în condițiile în care continuarea creșterii dinamicii anuale a prețurilor alimentelor procesate a fost însoțită de încetinirea considerabilă a ritmului dezinflației pe segmentul mărfurilor nealimentare și de menținerea constantă a acestuia în cazul serviciilor. Comportamentul inflației de bază reflecta influențele contrare relativ egale venite în acest interval, pe de o parte din efectele de bază de la nivelul subcomponentelor non-alimentare și din scăderea dinamicii prețurilor importurilor și, pe de altă parte, din majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare și din costurile salariale crescute, transferate, cel puțin parțial, asupra unor prețuri de consum, inclusiv pe fondul așteptărilor inflaționiste pe termen scurt încă înalte și al cererii solide de bunuri.

Activitatea economică a stagnat în trimestrul III 2024, după ce a crescut cu 0,1 la sută în termeni trimestriali în precedentele trei luni, astfel încât excedentul de cerere agregată a continuat probabil să se restrângă în acest interval relativ în linie cu previziunile. Avansul în termeni anuali al PIB s-a mărit la 1,2 la sută, de la 0,9 la sută în trimestrul II 2024, deși consumul gospodăriilor populației și-a temperat creșterea alertă, iar dinamica anuală a formării brute de capital fix și-a prelungit descreșterea abruptă²⁷. Impactul acestora asupra dinamicii anuale a PIB a fost mai mult decât contrabalansat de scăderea considerabilă a contribuției negative a exportului net, pe fondul descreșterii sensibil mai pronunțate a variației anuale a volumului importurilor de bunuri și servicii în raport cu cea evidențiată în cazul volumului exporturilor. Comprimarea decalajului dintre acestea a antrenat și o decelerare semnificativă în trimestrul III 2024 a creșterii în termeni anuali a deficitului comercial și a celui de cont curent comparativ cu trimestrul precedent.

²⁶ Prioritar sub impactul aprecierii semnificative a dolarului SUA pe piața financiară internațională.

²⁷ Aceasta s-a redus până la un nivel doar ușor pozitiv, reprezentând un minim al ultimelor nouă trimestre.

Pe piața muncii, efectivul salariaților din economie și-a reluat creșterea lunară în septembrie 2024 și a continuat să se mărească în octombrie 2024, într-un ritm relativ alert, iar rata șomajului BIM s-a redus în octombrie și noiembrie, după creșterea din precedentul trimestru. Totodată, intențiile de angajare și-au încetinit scăderea în termeni trimestriali, în timp ce deficitul de forță de muncă raportat de companii și-a accentuat declinul pe ansamblul trimestrului IV. Dinamica anuală de două cifre a salariului brut nominal și mai cu seamă cea a costului unitar cu forța de muncă din industrie au înregistrat o scădere în octombrie, rămânând însă înalte, după ce în trimestrul III 2024 au crescut la 16,7 la sută, respectiv la 18,6 la sută.

Pe piața financiară, principalele cotații ale pieței monetare interbancare au consemnat creșteri însemnate în a doua parte a lunii noiembrie, iar apoi au rămas relativ constante. În același timp, randamentele pe termen lung ale titlurilor de stat și-au accentuat și și-au prelungit ascensiunea până în ultima decadă a lunii decembrie 2024, în contextul volatilității ridicate a apetitului global pentru risc, dar și pe fondul incertitudinii generate de evenimentele electorale derulate în noiembrie și în debutul lunii decembrie, de natură să amplifice temporar îngrijorările investitorilor financiari legate de poziția fiscală și cea externă a economiei. Cursul de schimb leu/euro s-a menținut relativ stabil în lunile noiembrie și decembrie, pe palierul mai înalt pe care a revenit la mijlocul trimestrului precedent, în timp ce față de dolarul SUA leul a continuat să înregistreze deprecieri notabile în acest interval, în condițiile întăririi pronunțate a monedei americane pe piețele financiare internaționale.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a prelungit ascensiunea pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului IV, pe seama împrumuturilor populației, a căror componentă în lei a continuat să-și accelereze creșterea. Ponderea componentei în lei în creditul acordat sectorului privat a urcat astfel la 70,2 la sută în noiembrie, de la 69,8 la sută la finele trimestrului III 2024.

Evaluările actualizate în acest context au reconfirmat perspectiva descreșterii ratei anuale a inflației în primele trei luni ale anului 2025, dar pe o traiectorie mai înaltă decât cea evidențiată în prognoza pe termen mediu din noiembrie 2024. Descreșterea urma să fie antrenată într-o proporție însemnată de factori pe partea ofertei, în principal de efecte de bază manifestate la nivelul subcomponentelor non-alimentare ale inflației de bază și pe segmentul combustibili. Acțiunea dezinflaționistă a acestor factori se anticipa să fie însă mai modestă decât s-a previzionat anterior, având în vedere evoluția recentă a prețurilor combustibililor și a cotației țițeiului, dar și efectele persistente de sens opus exercitate asupra dinamicii prețurilor alimentelor și energiei de condițiile meteorologice nefavorabile din 2024 și de majorarea cotațiilor unor mărfuri, precum și de creșterea consumului de energie în lunile de iarnă.

Totodată, incertitudini însemnate continuau să fie asociate evoluției anticipate a prețurilor alimentelor și energiei, în contextul legislației în domeniu și al mișcării cotațiilor pe piețele *en gros*, precum și al traiectoriei viitoare a cotațiilor țițeiului și altor materii prime, pe fondul tensiunilor geopolitice și comerciale.

Presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali erau așteptate să se atenueze în linie cu evaluările anterioare, în condițiile în care noile previziuni indicau, similar celor

precedente, creșteri trimestriale moderate ale economiei în trimestrele IV 2024 și I 2025 – implicând restrângerea excedentului de cerere agregată la valori foarte scăzute în acest interval –, dar în contextul unei cereri de consum încă robuste și al creșterii alerte a costului unitar cu forța de muncă din sectorul privat, deși în decelerare în raport cu ritmurile atinse în primele trei trimestre din 2024²⁸.

Incertitudini și riscuri însemnate la adresa previziunilor decurgeau din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, având în vedere pachetul de măsuri fiscal-bugetare aprobat recent și implementat din debutul anului 2025 în scopul consolidării bugetare în conformitate cu Planul bugetar-structural național pe termen mediu convenit cu Comisia Europeană și cu cerințele procedurii de deficit excesiv.

În același timp, incertitudini și riscuri mari la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, generau războiul din Ucraina și conflictul din Orientul Mijlociu, precum și evoluțiile economice pe plan global și european și ale comerțului internațional, în contextul escaladării tensiunilor geopolitice și al măsurilor de politică economică aplicate de state dezvoltate. Totodată, o sursă majoră de incertitudini rămânea absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”.

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

În aceste condiții, în ședința din 15 ianuarie 2025, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută și a ratelor dobânzilor aferente facilității de creditare și celei de depozit la 7,50 la sută și respectiv la 5,50 la sută. În același timp, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare²⁹ a consemnat creșteri frecvente în a doua parte a trimestrului IV 2024, iar cotațiile pe termen mai lung s-au mărit semnificativ în ultima decadă a lunii noiembrie și s-au stabilizat apoi la noile niveluri. Cursul de schimb leu/euro a tins să se mențină pe palierul mai înalt pe care a revenit la mijlocul trimestrului precedent. Dinamica anuală a lichidității din economie a crescut pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie 2024, iar cea a creditului acordat sectorului privat și-a prelungit trendul ascendent.

²⁸ Efecte dezinflaționiste mai evidente erau de așteptat pe acest orizont de timp din temperarea creșterii prețurilor importurilor, precum și din ajustarea descendentă a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt, mai lentă totuși și de la niveluri mai ridicate decât s-a anticipat anterior.

²⁹ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară, ponderată cu volumul tranzacțiilor.

2.1. Ratele dobânzilor

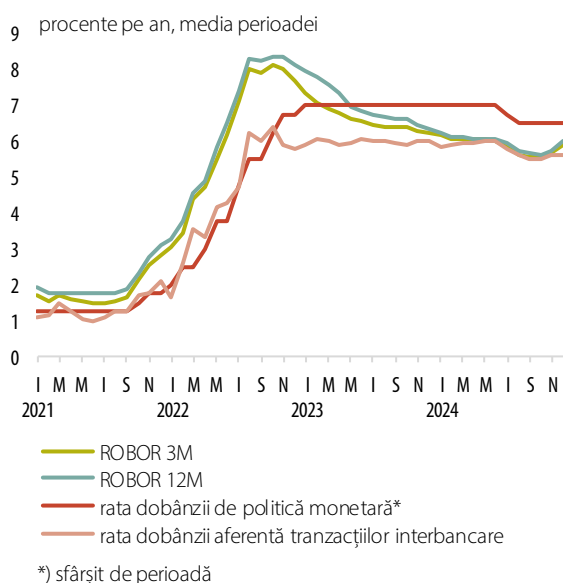
Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a menținut și în prima jumătate a trimestrului IV 2024 la limita de jos a coridorului ratelor dobânzilor, pentru ca ulterior să consemneze creșteri frecvente, moderate totuși ca amplitudine. Media trimestrială a acestuia³⁰ și-a încetinit scăderea față de precedentele trei luni, diminuându-se cu 0,06 puncte procentuale, până la 5,60 la sută.

Determinante pentru acest comportament au fost *statu-quo*ul ratelor dobânzilor BNR, precum și restrângerea accentuată a excedentului de lichiditate de pe piața monetară, îndeosebi de la mijlocul intervalului³¹, în contextul volatilității ridicate a apetitului global pentru risc³², dar și pe fondul incertitudinii generate de evenimentele electorale desfășurate spre finele lui noiembrie și în debutul lunii decembrie³³, de natură

să amplifice temporar îngrijorările investitorilor financiari legate de poziția fiscală și cea externă a economiei³⁴.

La rândul lor, cotațiile ROBOR 3M-12M au rămas constante până la mijlocul trimestrului IV 2024³⁵, pentru ca în a doua jumătate a lunii noiembrie să crească semnificativ și să se stabilizeze apoi la noile niveluri. Pe ansamblul intervalului noiembrie-decembrie, valorile medii lunare ale cotațiilor s-au majorat astfel cu 0,36-0,37 puncte procentuale, urcând la 5,91 la sută pe maturitatea de 3 luni, respectiv la 5,97 la sută și 6,02 la sută pe cele de 6 luni și 12 luni. Drept urmare, mediile trimestriale ale cotațiilor și-au stopat descreșterea, mărindu-se marginal față de cele din intervalul iulie-septembrie 2024, la 5,70 la sută în cazul ROBOR 3M, respectiv la 5,74 la sută și 5,79 la sută pe termenele de 6 luni și 12 luni (Grafic 3.2).

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



În același context, cotațiile de referință pe termen mediu și lung de pe segmentul secundar al pieței titlurilor de stat³⁶ și-au accentuat traiectoria ascendentă la mijlocul

³⁰ Medie ponderată cu volumul tranzacțiilor.

³¹ Acesta a rămas relativ amplu din perspectivă istorică și a fost drenat pe mai departe de banca centrală prin intermediul facilității de depozit; stocul mediu zilnic al acestor plasamente s-a redus în trimestrul IV 2024 la 21,2 miliarde lei, de la 40,9 miliarde lei în precedentele trei luni.

³² Antrenată, în principal, de incertitudinile legate de rezultatul scrutinului prezidențial din SUA și de așteptările privind politicile economice ale viitoarei administrații – de natură să determine o nouă revizuire a expectațiilor investitorilor privind ritmul/amplitudinea reducerii ratei dobânzii de către Fed, precum și o accentuare a trendului de apreciere a dolarului SUA –, dar și de escaladarea conflictului ruso-ucrainean.

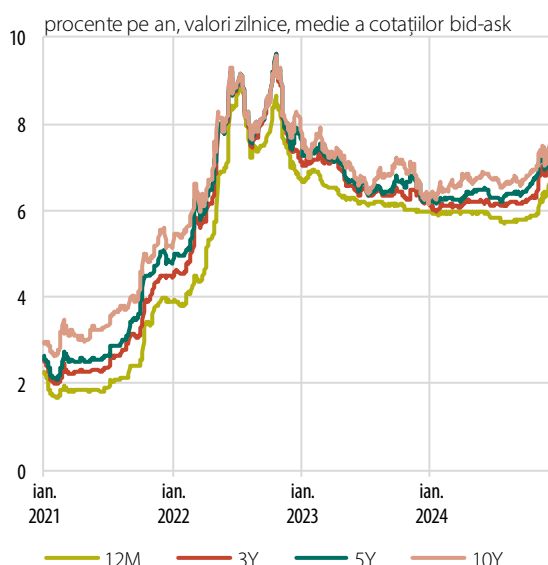
³³ În data de 24 noiembrie s-a desfășurat primul tur al alegerilor prezidențiale, iar în data de 1 decembrie 2024 au avut loc alegerile parlamentare. În data de 6 decembrie Curtea Constituțională a decis anularea procesului electoral privind alegerile prezidențiale și reluarea în integralitate a acestuia conform unui calendar stabilit ulterior.

³⁴ Acestea au fost alimentate și de evoluția sub așteptări a economiei în trimestrul III 2024, evidențiată de datele statistice publicate în acest interval.

³⁵ În apropierea valorilor atinse imediat după reducerea ratei dobânzii de politică monetară efectuată de BNR în luna august 2024.

³⁶ Medii ale cotațiilor *bid-ask*.

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



lunii noiembrie³⁷, iar după o scădere consistentă consemnată în prima parte a lui decembrie și-au reluat creșterea abruptă, atingând la finele celei de-a doua decade maxime ale ultimelor 21 de luni³⁸. Evoluția acestora s-a decorelat astfel temporar de cea a randamentelor similare din economiile dezvoltate și din regiune³⁹. La rândul lor, cotațiile aferente titlurilor pe 6 luni și 12 luni și-au accelerat ascensiunea la mijlocul trimestrului IV 2024, mărindu-și totodată oscilațiile în a doua parte a intervalului (Grafic 3.3). Ca urmare a acestor evoluții, mediile lunare ale cotațiilor s-au mărit în decembrie cu 0,60-0,80 puncte procentuale față de cele din ultima lună a trimestrului III, relativ mai pronunțat pe segmentul median al curbei randamentelor, ajungând la 6,37 la sută și 6,46 la sută în cazul certificatelor de trezorerie pe 6-12 luni, și respectiv la 7,00 la sută, 7,15 la sută și 7,31 la sută, pentru titlurile pe 3 ani, 5 ani și 10 ani. Curba randamentelor și-a redus ușor înclinația pozitivă.

Creșteri ample au înregistrat și randamentele medii de pe segmentul primar al pieței titlurilor de stat⁴⁰. Astfel, acestea s-au majorat în decembrie față de luna septembrie cu valori cuprinse între 0,70 puncte procentuale și 0,82 puncte procentuale, ajungând la 6,49 la sută pe maturitatea de 1 an, respectiv la 7,04 la sută și 7,48 la sută pe scadențele de 3 ani și 10 ani. Concomitent, volumul titlurilor emise s-a redus cu 6,2 miliarde lei în trimestrul IV 2024 față de precedentele trei luni (la 20,1 miliarde lei), iar cel al emisiunilor nete a scăzut substanțial (cu circa 20 miliarde lei, la 4,5 miliarde lei), în condițiile măririi semnificative în acest interval a volumului înregistrat la scadență (15,5 miliarde lei). Slăbirea considerabilă a interesului investitorilor pentru aceste plasamente este evidențiată și de diminuarea raportului dintre volumul solicitat de dealerii primari și cel anunțat în cadrul licitațiilor (la 1,64, de la

³⁷ Acestea s-au reînscris și s-au menținut pe o traiectorie crescătoare în octombrie, relativ în linie cu evoluțiile din economiile avansate și din regiune, în condițiile reconsiderării de către investitori a perspectivei ratei dobânzii Fed, cu impact și asupra apetitului global pentru risc.

³⁸ În data de 17 decembrie, agenția Fitch a revizuit perspectiva ratingului suveran al României (BBB-) la „negativă”, de la „stabilă”, evocând creșterea la cote înalte a incertitudinii politice și potențialele implicații asupra consolidării fiscale.

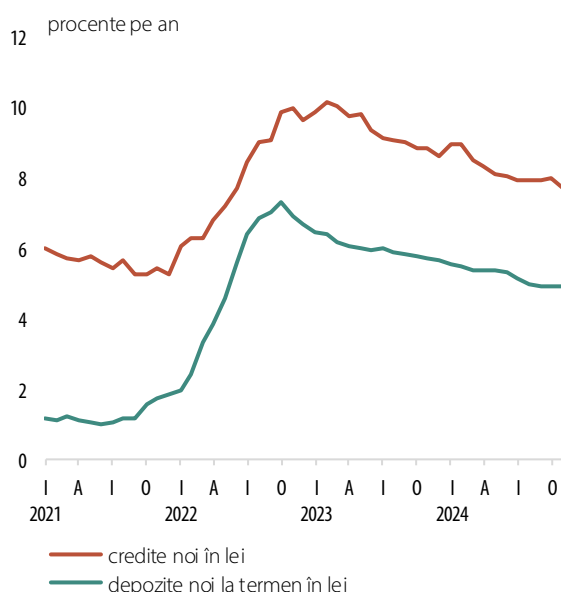
³⁹ Randamentul titlurilor de stat pe termen lung (10 ani) din SUA și-a prelungit ascensiunea în prima parte a lunii noiembrie, iar apoi a consemnat o scădere, pentru ca ulterior deciziei de politică monetară a Fed din luna decembrie să înregistreze un nou salt, atingând maximum ultimelor șapte luni. La rândul lor, randamentele pe termen lung din zona euro și din țările din regiune au urmat o traiectorie relativ similară, fără a depăși însă în decembrie nivelurile atinse în prima parte a lunii precedente.

⁴⁰ În trimestrul IV 2024, MF a emis lunar titluri de stat prin programul „Tezaur” cu maturități de 1 an, 3 ani și 5 ani, la randamente de: (i) 5,80 la sută, 6,60 la sută, respectiv 7,00 la sută, în octombrie, (ii) 5,85 la sută, 6,60 la sută, respectiv 7 la sută, în noiembrie și (iii) 5,95 la sută, 6,70 la sută, respectiv 7,10 la sută, în decembrie. De asemenea, au fost puse în circulație titluri de stat pentru populație prin programul „Fidelis”, atât în luna octombrie (titluri în lei, cu maturități de 1 an și 5 ani, la randamente de 5,85 la sută și 7,00 la sută, în valoare totală de circa 1,5 miliarde lei, precum și în euro, cu maturități de 1 an și 5 ani, la randamente de 3,95 la sută, respectiv 5,00 la sută, în valoare de circa 388 milioane euro), cât și în decembrie (titluri în lei, cu maturități de 1 an, 3 ani și 5 ani, la randamente de 6,45 la sută, 7,60 la sută, respectiv 7,90 la sută, în valoare totală de circa 1,4 miliarde lei, respectiv în euro, cu maturități de 2 ani și 7 ani, la randamente de 3,75 la sută și 5,75 la sută, în valoare de circa 225 milioane euro). Totodată, MF a emis pe piața internă în luna decembrie titluri de stat denumite în euro, cu maturități de 12 luni, respectiv 2 ani, la randamente medii de 3,19 la sută, respectiv 3,50 la sută, în valoare totală de 350 milioane euro. În premieră, MF a emis pe piața externă în luna octombrie obligațiuni Samurai verzi, denumite în yen, cu maturități de 3 ani, 5 ani, respectiv 7 ani, la randamente de 2,10 la sută, 2,63 la sută, respectiv 3,14 la sută, în valoare totală de aproximativ 33 miliarde yen (echivalentul a 200 milioane euro).

2,16 în trimestrul precedent), precum și a proporției dintre volumul acceptat și cel anunțat (la 1,06, de la 1,47)⁴¹.

Ratele medii ale dobânzilor practicate de bănci în relația cu clienții nebankari și-au încetinit scăderea pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie în raport cu trimestrul precedent, atât în cazul creditelor noi (-0,10 puncte procentuale, până la o valoare medie de 7,85 la sută), cât și în cel al depozitelor noi la termen (-0,08 puncte procentuale, până la 4,92 la sută) (Grafic 3.4).

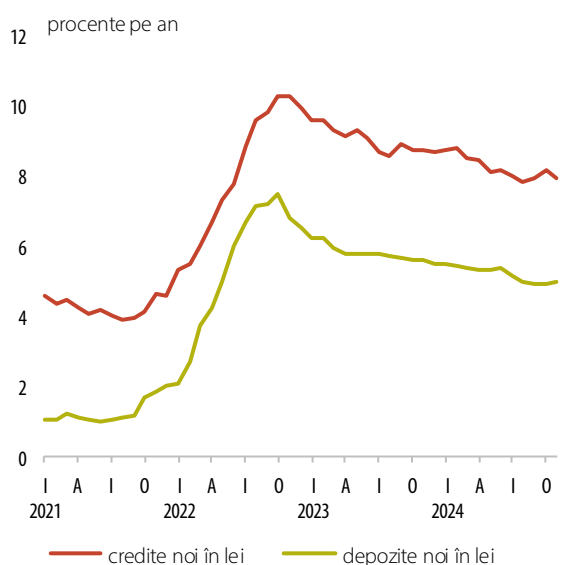
Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Grafic 3.5. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației*



Grafic 3.6. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare



Din perspectivă sectorială, ratele medii ale dobânzilor au consemnat variații mixte în cazul creditelor noi, dar omogene ca sens în cel al depozitelor noi la termen. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației și-a accelerat ușor scăderea față de trimestrul anterior (-0,21 puncte procentuale, până la 7,75 la sută), dar în principal ca urmare a majorării ponderii în total a împrumuturilor noi pentru locuințe, al căror volum a atins un nou maxim istoric în acest interval (Grafic 3.5). Costul mediu cu dobândă aferent acestora și-a temperat însă semnificativ declinul (-0,11 puncte procentuale, până la 6,17 la sută), iar cel al creditelor noi pentru consum s-a redus marginal (-0,05 puncte procentuale, la 9,57 la sută), după ajustarea ascendentă modestă din trimestrul anterior.

În schimb, pe segmentul societăților nefinanciare, rata medie a dobânzii la creditele noi s-a mărit ușor

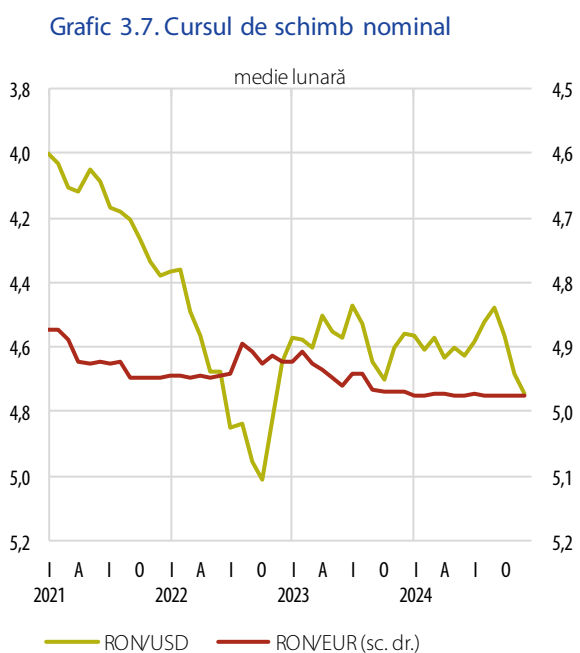
⁴¹ În condițiile în care MF a respins integral în luna noiembrie ofertele dealerilor primari în cadrul a două licitații pentru titluri de stat cu scadență de 4 ani.

pe ansamblul intervalului, la 8,07 la sută (+0,14 puncte procentuale comparativ cu trimestrul III), întrerupându-și astfel trendul descendent din ultimele șapte trimestre (Grafic 3.6). Evoluțiile nu au fost totuși uniforme din perspectiva principalelor categorii de credite, în condițiile în care costul mediu cu dobânda al împrumuturilor de valoare mare, peste echivalentul a un milion de euro, a înregistrat un avans relativ pronunțat (+0,46 puncte procentuale față de trimestrul III, până la 7,62 la sută), iar cel aferent creditelor sub respectivul prag a crescut marginal (+0,05 puncte procentuale, până la 8,43 la sută).

În cazul depozitelor noi la termen, rata medie a dobânzii și-a temperat semnificativ scăderea față de trimestrul precedent pe segmentul populației (-0,16 puncte procentuale, situându-se la 4,85 la sută ca medie a perioadei octombrie-noiembrie), iar pe cel al societăților nefinanciare și-a cvasistopat declinul, reducându-se doar marginal, la 4,96 la sută.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a tins să se mențină în ultimele trei luni ale anului 2024 pe palierul mai înalt pe care a revenit la mijlocul trimestrului precedent (Grafic 3.7).



În luna octombrie, ratele de schimb ale principalelor monede din Europa Centrală și de Est s-au confruntat cu presiuni crescute, în condițiile scăderii apetitului global pentru risc, în principal sub impactul reconsiderării de către investitori a perspectivei ratei dobânzii Fed^{42,43}, dar și pe fondul preocupărilor investitorilor legate de înrăutățirea unor evoluții economice din zona euro, ce au antrenat și repoziționarea raportului euro/dolar pe o pantă abrupt descendentă. Raportul leu/euro a rămas relativ stabil pe palierul mai înalt pe care a revenit la mijlocul trimestrului precedent, inclusiv în contextul deciziei de politică monetară a BNR din octombrie, în timp ce cursurile de schimb ale monedelor din regiune s-au înscris și s-au menținut pe traiectorii pronunțat ascendente⁴⁴.

Sentimentul pieței financiare internaționale a rămas volatil în noiembrie, iar percepția asupra riscului

asociat de investitori unor economii emergente considerate mai vulnerabile a continuat să se deterioreze, în contextul incertitudinilor legate de rezultatul scrutinului prezidențial din SUA și al așteptărilor privind politicile economice ale

⁴² Date fiind evoluțiile peste așteptări ale pieței muncii și ale inflației din SUA evidențiate de noile date statistice.

⁴³ Efecte suplimentare au venit din incertitudinile privind rezultatul apropiatului scrutin prezidențial din SUA și implicațiile economice și geopolitice ale acestuia, precum și din escaladarea tensiunilor din Orientul Mijlociu.

⁴⁴ Pe ansamblul lunii octombrie, coroana cehă s-a depreciat față de euro cu 0,8 la sută, zlotul polonez cu 0,9 la sută, iar forintul maghiar cu 1,8 la sută.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	11 luni 2023			11 luni 2024		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	17,212	28,126	-10,914	5,127	25,479	-20,352
Investiții directe	1,469	7,729	-6,259	1,018	6,875	-5,857
Investiții de portofoliu	0	14,127	-14,127	1,718	13,668	-11,950
Derivate financiare	184	0	184	57	0	57
Alte investiții	2,757	6,270	-3,513	2,439	4,936	-2,497
– numerar și depozite	306	-461	767	1,143	-466	1,609
– împrumuturi	-175	1,269	-1,444	96	1,856	-1,760
– altele	2,626	5,462	-2,837	1,200	3,547	-2,347
Active de rezervă ale BNR (net)	12,801	0	12,801	-104	0	-104

*) „+” creștere/„-” scădere

viitoarei administrații, de natură să determine o nouă revizuire a expectațiilor privind ritmul și amplitudinea reducerii ratei dobânzii de către Fed⁴⁵, precum și o accentuare a trendului de apreciere a dolarului SUA⁴⁶. În același timp, îngrijorările investitorilor financiari legate de poziția fiscală și cea externă a economiei au fost amplificate temporar de la mijlocul intervalului de evoluția sub așteptări a activității economice în trimestrul III 2024⁴⁷, dar mai ales de incertitudinea generată de evenimentele electorale desfășurate în ultima decadă a lunii și în debutul lunii decembrie⁴⁸ (Tabel 3.1). Raportul leu/euro s-a menținut relativ stabil, inclusiv pe fondul restrângerii în acest context a excedentului de lichiditate din sistemul bancar și al creșterii ratelor dobânzilor pe maturități mai lungi de pe piața monetară (Grafic 3.8).

Cursurile de schimb față de euro ale principalelor monede din regiune s-au caracterizat însă prin

evoluții mixte în noiembrie, reflectând mai ales influențele unor factori interni⁴⁹.

Raportul leu/euro a consemnat o scădere notabilă ulterior deciziei Curții Constituționale de anulare a procesului electoral privind alegerile prezidențiale⁵⁰, dar a revenit și a tins să se mențină apoi la valorile prevalente anterior, în contextul îngrijorărilor investitorilor legate de perspectiva consolidării bugetare⁵¹, dar și pe fondul caracterului fluctuant al apetitului global pentru risc. Acesta s-a ameliorat în prima jumătate a lunii, însă s-a deteriorat din nou, ca urmare a deciziei de politică monetară a Fed din 17-18 decembrie și a comunicării asociate, implicând revizuirea ascendentă de către investitori a expectațiilor privind traiectoria ratei dobânzii Fed⁵², ce a antrenat și o nouă scădere a cursului de schimb euro/dolar.

În condițiile întăririi pronunțate a monedei americane pe piețele financiare internaționale pe parcursul trimestrului IV, leul a înregistrat deprecieri notabile în raport cu dolarul SUA în ultimele trei luni ale anului 2024.

⁴⁵ Investitorii și-au revizuit anticipațiile în favoarea unei reduceri mai lente și mai puțin ample a ratei dobânzii de către Fed. Aceste așteptări au fost parțial ajustate în ultima decadă a lunii.

⁴⁶ Cursul euro/dolar a coborât în 22 noiembrie la minimul ultimilor circa doi ani.

⁴⁷ Potrivit estimărilor-semnal publicate în data de 14 noiembrie, activitatea economică s-a comprimat cu 0,1 la sută în T3 2024 (variație trimestrială), iar datele revizuite ulterior au indicat stagnarea acesteia.

⁴⁸ În data de 24 noiembrie 2024 s-a desfășurat primul tur al alegerilor prezidențiale, iar pe 1 decembrie 2024 au avut loc alegerile parlamentare.

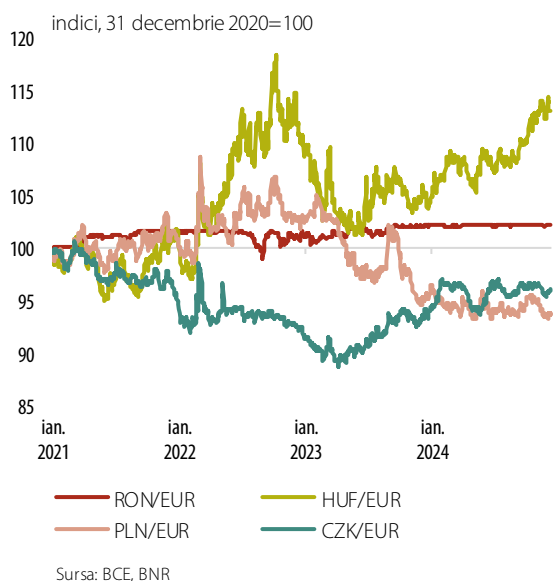
⁴⁹ Pe ansamblul lunii, forintul maghiar a continuat să se deprecieze semnificativ față de moneda unică europeană, zlotul polonez a înregistrat o depreciere mai modestă, iar coroana cehă și-a menținut relativ neschimbată valoarea în raport cu acestea.

⁵⁰ Decizia a fost emisă în data de 6 decembrie 2024.

⁵¹ În data de 17 decembrie 2024 agenția Fitch a revizuit perspectiva ratingului suveran al României (BBB-) la „negativă”, de la „stabilă”, evocând creșterea la cote înalte a incertitudinii politice și potențiale implicații asupra consolidării fiscale.

⁵² Proiecțiile actualizate ale participanților la ședința FOMC privind valoarea mediană a punctului central al intervalului-țintă al *federal funds rate* au fost revizuite în sens ascendent mai mult decât s-a anticipat.

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



Pe ansamblul trimestrului IV 2024, rulajul pieței valutare interbancare a crescut considerabil, iar soldul negativ al tranzacțiilor a atins un nivel foarte ridicat.

În acest interval, leul și-a preservat valoarea față de euro^{53,54}, a continuat să se aprecieze în termeni reali (cu 0,3 la sută), în timp ce *vis-à-vis* de dolarul SUA moneda națională a slăbit semnificativ, atât în termeni nominali (cu 5,7 la sută), cât și în termeni reali (cu 5,4 la sută). Din perspectiva variației anuale a mediilor trimestriale ale cursului de schimb, moneda națională și-a temperat deprecierea în raport cu euro, însă a consemnat o pierdere de valoare și față de dolarul SUA, după ușoara apreciere din trimestrul precedent.

2.3. Moneda și creditul

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

	variație procentuală în termeni nominali						
	2023	2024				oct.	nov.
	IV	I	II	III			
	ritm mediu al trimestrului						
M3	10,6	10,6	10,5	10,1	10,3	11,2	
M1	0,8	4,3	7,0	7,8	8,7	10,3	
Numerar în circulație	8,9	8,4	9,3	9,7	11,2	13,1	
Depozite overnight	-2,0	2,8	6,2	7,1	7,8	9,2	
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	30,9	21,6	16,0	13,9	12,8	12,7	

Moneda

Dinamica anuală a masei monetare (M3) s-a mărit la 10,8 la sută⁵⁵ pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie 2024, după scăderea la 10,1 la sută în trimestrul III, în corelație cu caracteristicile execuției bugetare și cu prelungirea trendului ascendent al dinamicii anuale a creditului acordat sectorului privat (Tabel 3.2).

Plusul de ritm al M3 a fost generat, și în acest interval, în principal de masa monetară în sens restrâns (M1), a cărei variație anuală și-a accentuat ascensiunea, sub impulsul dat de atenuarea pronunțată a

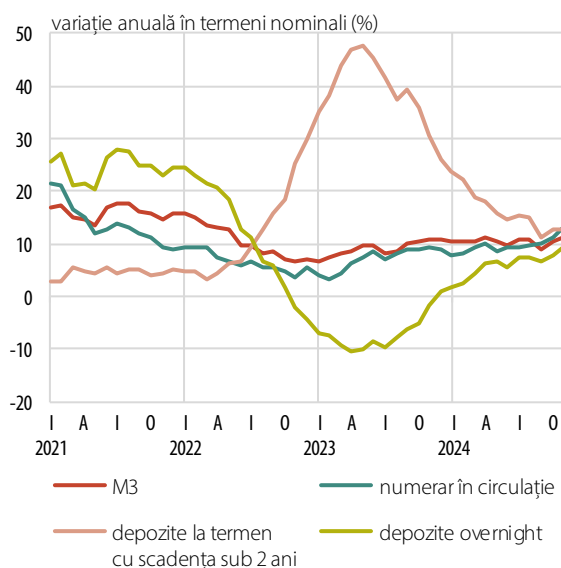
declinului depozitelor ON în valută ale populației și de reaccelerarea creșterii dinamicii anuale a numerarului în circulație⁵⁶, inclusiv în contextul incertitudinii induse de evenimentele electorale desfășurate în ultima decadă a lui noiembrie și în debutul lunii decembrie. Dinamica plasamentelor ON în lei a rămas însă neschimbată, la un nivel de două cifre, date fiind influențele divergente ce au continuat să decurgă, pe de o parte, din creșterea de ritm de pe segmentul populației și, pe de altă parte, din evoluția de sens opus evidențiată în cazul depozitelor societăților nefinanciare și al plasamentelor IFNM (Grafic 3.9).

⁵³ Pe baza valorilor medii din decembrie, respectiv septembrie 2024, ale cursului de schimb leu/euro.

⁵⁴ În același interval, forintul maghiar a slăbit cu 4,2 la sută față de euro, coroana cehă cu 0,1 la sută, în timp ce a zlotul polonez s-a apreciat cu 0,1 la sută.

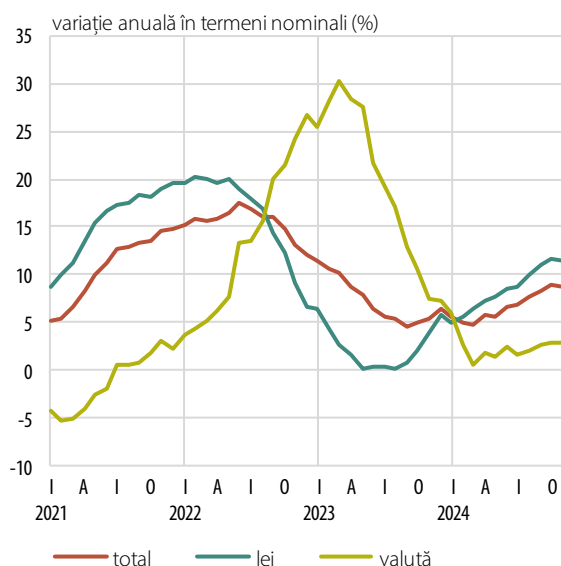
⁵⁵ În termeni reali, dinamica anuală a M3 și-a reluat ascensiunea, urcând la 5,6 la sută pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie 2024, de la 4,8 la sută în trimestrul III.

⁵⁶ Dinamica anuală a numerarului în circulație a atins pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie 2024 vârful ultimelor 13 trimestre.

Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare

În același timp, dinamica anuală a depozitelor la termen sub 2 ani și-a frânat puternic mersul descendent, în condițiile reaccelerării creșterii plasamentelor societăților nefinanciare – în principal pe seama variației componente în valută⁵⁷ –, dar și ca urmare a temperării descreșterii ritmului depozitelor la termen ale populației, tot cu aportul major al plasamentelor în valută. Ponderea M1 în M3 s-a diminuat totuși ușor în raport cu valoarea de la finalul trimestrului III (la 60,3 la sută în noiembrie 2024, de la 60,5 la sută).

Din perspectiva principalelor categorii de deținători, avansul dinamicii M3 a fost antrenat de depozitele societăților nefinanciare, a căror dinamică anuală s-a reamplificat, în corelație cu creșterile de ritm înregistrate în octombrie-noiembrie de volumul cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul⁵⁸ și din serviciile prestate populației, dar și de sumele primite de la bugetul de stat pentru bunuri și servicii furnizate, acompaniată însă de o evoluție similară în cazul plăților de taxe și impozite⁵⁹. În schimb, plasamentele populației au continuat să-și reducă ușor variația anuală, în condițiile majorării relativ mai pronunțate a dinamicii cumpărărilor de bunuri și servicii și a celei a deținerilor de titluri de stat ale acestui sector, în raport cu creșterea consemnată în acest interval de ritmul anual al venitului disponibil real.

Grafic 3.10. Creditul acordat sectorului privat pe monede

Din perspectiva contrapartidelor M3, influențe expansioniste au generat în acest interval noile creșteri de dinamică înregistrate de creditul net al administrației publice centrale, precum și de creditul acordat sectorului privat, în timp ce efecte de sens opus au decurs din continuarea decelerării creșterii activelor externe nete ale sistemului bancar.

Creditul acordat sectorului privat

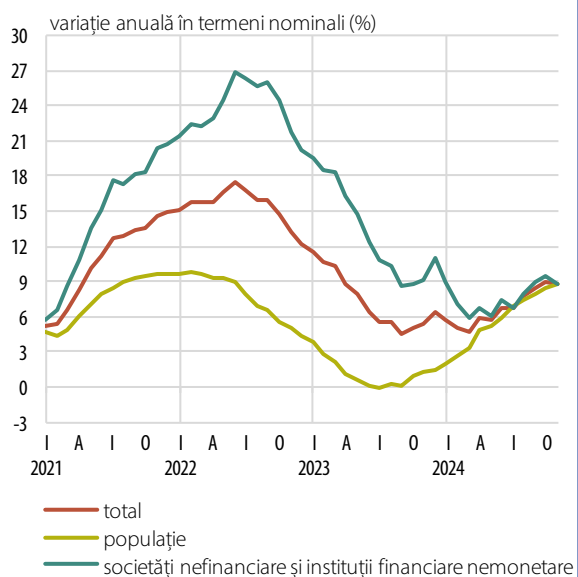
Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a prelungit trendul ascendent în octombrie-noiembrie, urcând ca medie a perioadei la 8,9 la sută, de la 7,6 la sută în trimestrul III, în principal ca efect al accelerării pe mai departe a creșterii componente în lei, dar și cu un aport modest al creditului în valută (Grafic 3.10). Ponderea creditului în lei în total a urcat astfel la 70,2 la sută în noiembrie, de la 69,8 la sută în septembrie.

⁵⁷ Dinamica componente în lei a plasamentelor societăților nefinanciare a consemnat, la rândul ei, o mică creștere, în premieră pentru ultimele șapte trimestre.

⁵⁸ Inclusiv comerțul auto-moto.

⁵⁹ Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat.

Grafic 3.11. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Plusul de dinamică a creditului acordat sectorului privat a fost antrenat de ambele sectoare majore (Grafic 3.11). Astfel, variația anuală a creditului populației a continuat să se mărească relativ alert, exclusiv pe seama componentei în lei, care și-a accelerat creșterea anuală de două cifre, cu contribuții egale venite din partea creditului pentru locuințe – în condițiile maximului istoric atins de fluxul acestora⁶⁰ – și a împrumuturilor pentru consum și alte scopuri. Soldul creditului în valută acordat populației (exprimat în euro) și-a conservat însă contracția deosebit de amplă în termeni anuali.

La rândul său, dinamica anuală a creditului societăților nefinanciare și-a prelungit ascensiunea, în principal ca urmare a noii creșteri de ritm consemnate de creditul în lei, chiar și în condițiile diminuării, față de perioada similară a anului trecut, a contribuției programelor guvernamentale (IMM Invest Plus).

Evoluția a fost susținută prioritar de dinamica creditului pe termen scurt, însă influențe modeste au generat și împrumuturile pe termen mediu și lung⁶¹. În același timp, variația anuală a componentei în valută s-a reamplificat ușor, ca urmare a dinamizării creditului pe termen scurt, ce a fost contrabalansată doar parțial ca impact de decelerarea creșterii celui pe termen mediu și lung.

⁶⁰ Exclusiv credite renegotiate.

⁶¹ În condițiile revenirii dinamicii anuale a acestora în teritoriul pozitiv, în premieră pentru ultimele patru trimestre.

4. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației va continua să fluctueze și în prima parte a anului curent. Indicatorul se va reduce ulterior și va reveni în interiorul intervalului țintei în trimestrul I 2026, urmând a se menține relativ stabil în jumătatea superioară a acestuia pe tot parcursul anului viitor. În structură, traiectoria IPC este configurată de reducerea continuă a inflației de bază, dar de o manieră graduală, în timp ce ansamblul componentelor exogene ale coșului va imprima profilul volatil din prima parte a intervalului, în principal ca urmare a unor efecte de bază. În aceste condiții, rata anuală a inflației IPC va atinge 3,8 la sută în luna decembrie 2025, pentru decembrie 2026 fiind anticipată o valoare de 3,1 la sută. Comparativ cu traiectoria publicată în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2024, inflația IPC se situează la valori mai ridicate până la sfârșitul anului curent (mai vizibil în primele trimestre ale anului), respectiv mai joase în 2026. Revizuirea aferentă lunii decembrie 2025 este de +0,3 puncte procentuale, determinată în principal de scumpirile de la începutul anului (produsele din tutun, serviciile cu prețuri administrate), dar și de o dinamică mai pronunțată persistentă a inflației de bază, parțial contrabalansate de perspective ușor mai optimiste pe segmentul LFO. În schimb, la orizontul proiecției anterioare (trimestrul III 2026), dinamica anuală a IPC este mai redusă cu 0,1 puncte procentuale, îndeosebi ca urmare a revizuirii în jos a inflației de bază. Balanța riscurilor este evaluată a rămâne înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază. În contextul actual, riscul unei intensificări a protecționismului comercial s-a amplificat. Pe plan intern, configurația viitoare a schemei de plafonare a prețurilor la energie electrică și gaze naturale ridică o serie de semne de întrebare.

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 reevaluată, descendent în 2025, la 1,2 la sută, respectiv marginal ascendent în 2026, la 1,6 la sută (Tabel 4.1). Pe termen scurt, creșterea economică reflectă în principal gradul ridicat de incertitudine cu care se confruntă agenții economici. Astfel, pentru trimestrele IV 2024 și I 2025, se prefigurează o creștere trimestrială moderată a activității economice externe, succedată de o ușoară dinamizare a acesteia. Pe termen mediu, activitatea economică este așteptată a fi impulsionată de evoluția consumului, dar și ca urmare a redresării

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2025	2026
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,2	1,6
Inflația anuală din zona euro (%)	2,1	1,9
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	2,4	2,1
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,5	2,4
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	2,1	1,9
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,03	1,05
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	74,6	71,1

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

cererii externe extracomunitare⁶² și, respectiv, a atenuării efectului restrictiv al politicii monetare a BCE.

În aceste condiții, deviația cererii externe efective a fost reevaluată în jos, indicatorul fiind așteptat să persiste în teritoriul negativ pe întregul interval de proiecție comparativ cu precedentă evaluare, când indicatorul se plasa la valori negative doar până în trimestrul II 2025.

Rata medie anuală a inflației din zona euro a fost evaluată la un nivel ușor mai scăzut față de cel din *Raportul* anterior (2,1 la sută în 2025 și, respectiv, 1,9 la sută în 2026), în principal pe seama

subcomponentei „energie”. Rata anuală a inflației este prognozată a atinge reperul BCE de 2 la sută în trimestrul IV 2025, similar cu ipoteza din *Raportul* anterior, menținându-se ulterior ușor sub acest nivel pe restul intervalului de proiecție.

Prognoza ratei inflației IAPC exclusiv energia⁶³ din zona euro a fost menținută atât pentru anul 2025, la 2,4 la sută, cât și pentru anul 2026, la 2,1 la sută. În profil trimestrial, indicatorul urmează o traiectorie continuu descendentă, mai alertă, atât pe termen scurt, cât și pe termen mediu, comparativ cu inflația *headline*. Această traiectorie este anticipată pe seama temperării graduale a creșterilor salariale, în timp ce marjele de profit ale companiilor sunt evaluate a continua să acționeze ca un amortizor parțial, în special pe termen scurt, al transmisiei costurilor cu forța de muncă în prețurile finale ale bunurilor și serviciilor. La orizontul prognozei, trimestrul IV 2026, rata inflației IAPC exclusiv energia se plasează la un nivel ușor mai ridicat față de cel al inflației *headline* (2 la sută față de 1,9 la sută).

Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni a atins un punct de maxim în actualul ciclu în trimestrul IV 2023 (4 la sută) și este anticipată a continua să se reducă treptat, până la 1,8 la sută în trimestrul IV 2025, menținându-se ulterior în jurul acestei valori pe restul intervalului de proiecție. Similar *Raportului* anterior, rata reală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este evaluată a fi poziționată încă din trimestrul III 2023 sub trendul aferent, indicând efectul restrictiv al politicii monetare a BCE asupra activității economice din zona euro. Această influență este anticipată a se disipa până în trimestrul II 2025, sub ipoteza continuării reducerilor ratei nominale a dobânzii de politică monetară a BCE. Ulterior, rata reală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este așteptată a se plasa la niveluri cvasineutre până la orizontul prognozei.

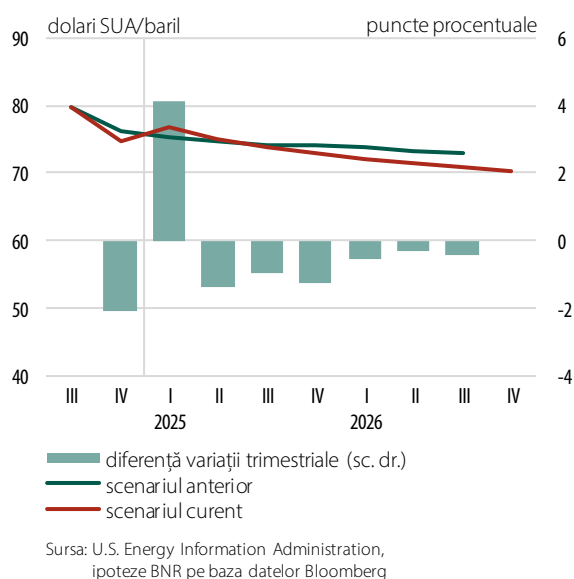
Traectoria cursului de schimb al euro față de dolarul SUA indică, pe termen scurt, o apreciere a monedei americane, ulterior fiind anticipată o revenire ușoară și treptată a monedei europene pe parcursul intervalului de proiecție. Această traiectorie are loc pe fondul așteptărilor privind politica monetară a BCE și, respectiv, cea a Fed, într-un

⁶² Odată cu posibilitatea înăsprii protecționismului comercial, prin aplicarea unor bariere de natură tarifară, incertitudinile provenind din mediul extern au căpătat o importanță sporită.

⁶³ O măsură care aproximează inflația importată a României.

context general în care economia europeană manifestă semne de slăbiciune. De asemenea, un factor important care influențează cursul de schimb îl reprezintă evoluțiile din comerțul internațional, inclusiv posibila majorare de către SUA a tarifelor vamale în raport cu Uniunea Europeană. În acest context, evoluția prognozată a cotației monedei europene în raport cu dolarul SUA este marcată de un grad ridicat de incertitudine.

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



întreprinse în vederea reducerii de către membrii OPEC⁶⁴ a prețului petrolului. În ceea ce privește conflictul din Orientul Mijlociu, încetarea focului dintre Israel și Hamas susține tendința semnalată de cotațiile futures.

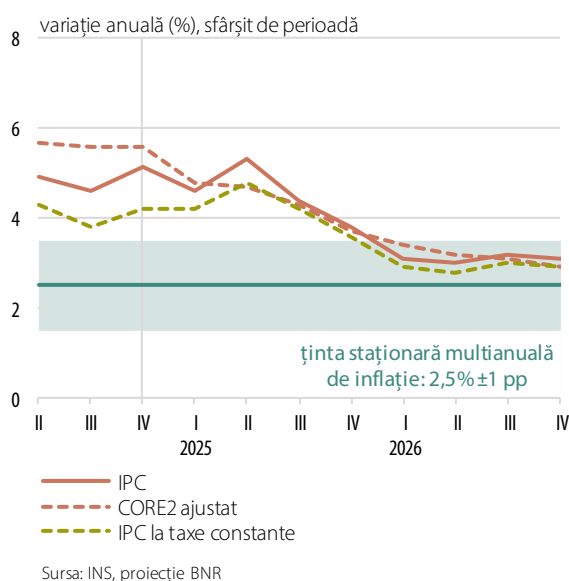
1.2. Perspectivele inflației

Pe parcursul trimestrului IV 2024, rata anuală a inflației IPC s-a majorat într-un ritm mai alert decât se anticipa, atingând 5,14 la sută în decembrie (+0,3 puncte procentuale peste nivelul din *Raportul asupra inflației* din noiembrie)⁶⁵. Aceasta va continua să fluctueze sub impactul efectelor statistice de bază pe parcursul următoarelor trei trimestre, ulterior fiind proiectată să se reducă în mod gradual. Indicatorul va reveni în interiorul intervalului țintei în trimestrul I 2026, la 3,1 la sută, și se va menține în apropierea acestei valori pe tot parcursul anului viitor (Grafic 4.2). În structură, traiectoria IPC este configurată de reducerea continuă a inflației de bază, dar de o manieră graduală, în timp ce ansamblul componentelor exogene ale coșului vor imprima profilul volatil la nivel agregat din prima parte a intervalului.

⁶⁴ În cadrul întâlnirii Forumului Economic Mondial de la Davos 2025, președintele SUA a transmis că va exercita presiuni asupra membrilor OPEC în vederea reducerii prețului petrolului.

⁶⁵ Caseta prezintă o evaluare a acurateții prognozelor realizate de BNR pentru rata anuală a inflației IPC la finele anului 2024.

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



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

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

*) calculat la taxe constante

Pe termen scurt, rata anuală a inflației se va reduce în trimestrul I al anului curent. Evoluția are loc pe fondul unor efecte de bază favorabile care vor contrabalansa scumpirile preconizate la începutul anului în cazul produselor din tutun, al combustibililor, al serviciilor de apă, canal, salubritate, dar și al produselor din coșul indicelui CORE2 ajustat. Ulterior, indicatorul *headline* va crește în trimestrul II 2025, când va recepta influențe statistice nefavorabile asociate ieftinirilor gazelor naturale, energiei electrice și LFO din urmă cu un an. În a doua parte a anului curent, scenariul de bază actualizat indică reducerea graduală a ratei anuale a inflației, aceasta urmând să atingă valoarea de 3,8 la sută în decembrie 2025. După o nouă temperare în debutul anului viitor, inclusiv pe seama unor efecte de bază, indicatorul se va stabili, nivelul anticipat la orizontul proiecției fiind de 3,1 la sută (Tabel 4.2). Prognoza inflației este condiționată semnificativ de ipotezele de lucru privind evoluția prețurilor celor două categorii de bunuri energetice menționate, dat fiind că schema de plafonare a prețurilor în forma actuală expiră la 31 martie 2025. Construcția scenariului de bază respectă principiul includerii măsurilor de natură fiscală doar în cazul în care acestea sunt legiferați sau cel puțin aflate într-un stadiu avansat de legiferare. În aceste condiții, în absența unor informații certe privind măsurile viitoare ale autorităților de profil, scenariul de bază presupune doar ajustări limitate ale prețurilor pentru restul perioadei de prognoză, sub ipoteza menținerii unei funcționări normale a piețelor de profil.

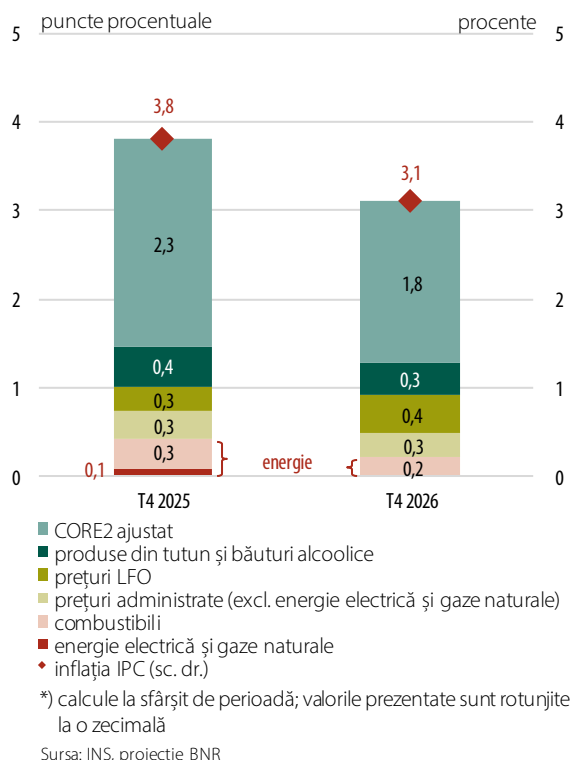
Comparativ cu traiectoria publicată în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2024, rata anuală a inflației IPC se situează la valori mai ridicate până la finele anului curent (mai vizibil în primele trimestre ale anului), respectiv mai joase în 2026 (Grafic 4.2). Ajustarea pentru decembrie 2025 este de +0,3 puncte procentuale. Aceasta a fost determinată în principal de scumpirile antemenționate de la începutul anului (îndeosebi produsele din tutun și serviciile cu prețuri administrate), dar și de evoluția mai nefavorabilă a inflației de bază, parțial contrabalansate de perspective ușor mai optimiste pe segmentul LFO. La orizontul proiecției anterioare (trimestrul III 2026), dinamica anuală a IPC este mai joasă cu 0,1 puncte procentuale, îndeosebi ca urmare a revizuirii în jos pe termen mediu a inflației de bază.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a stagnat în trimestrul IV 2024, la 5,6 la sută, urmând să își reia traiectoria descendentă la începutul anului curent, însă profilul de evoluție al variabilei va fi unul doar moderat descendent pe termen mediu. Ca urmare, rata anuală a inflației de bază este proiectată la 3,7 la sută la sfârșitul anului curent și la 2,9 la sută în decembrie 2026 (Grafic 4.2).

Din perspectiva subcomponentelor, traiectoria prognozată are în vedere reducerea graduală a dinamicii anuale a prețurilor bunurilor nealimentare și ale celor ale serviciilor, situate încă la valori ridicate (6,4 la sută, respectiv 6,7 la sută la finele anului trecut). Dinamica lunară a acestor subcomponente a revenit la valori mai favorabile dezinflației în decembrie 2024, semnale coroborative fiind vizibile și la nivelul prețurilor producției industriale. Totuși, grupa serviciilor receptează în continuare presiuni inflaționiste persistente din partea costurilor cu forța de muncă, a căror dinamică, deși în reducere, este încă ridicată. În cazul bunurilor alimentare procesate, creșterea costurilor cu materiile prime agroalimentare, pe fondul recoltei agricole deficitare pe plan regional, și disiparea impactului măsurilor de plafonare a adaosului comercial au condus la creșterea dinamicii anuale a prețurilor în perioada recentă. Tendința este anticipată să se mențină, însă într-un ritm mai atenuat, rata anuală a inflației subcomponentei fiind preconizată să rămână la valori inferioare celor aferente indicelui agregat.

Din perspectiva determinanților modelați în cadrul curbei Phillips, traiectoria în reducere a inflației CORE2 ajustat reflectă contribuții negative din partea *gapului* PIB. Acesta este proiectat în teritoriul negativ, în accentuare pe parcursul anului curent și ulterior în atenuare⁶⁶. Pe intervalul de prognoză, la dezinflație vor contribui și anticipațiile inflaționiste, plasate pe o traiectorie continuu descendentă, la niveluri superioare benzii de variație a țintei, exceptând orizontul prognozei. Dinamica prețurilor bunurilor din import este prognozată la valori relativ stabile în 2025 și în ușoară scădere anul viitor, în linie cu rata inflației anuale IAPC exclusiv energie din zona euro⁶⁷.

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



În comparație cu prognoza anterioară, rata anuală a inflației de bază este revizuită în sus în prima parte a intervalului proiecției, respectiv marginal în jos în a doua. Astfel, valoarea anticipată pentru finele anului curent este mai ridicată cu 0,2 puncte procentuale. La orizontul proiecției anterioare, trimestrul III 2026, valoarea actualizată este cu 0,1 puncte procentuale mai redusă. Revizuirea din prima parte a intervalului prognozei reflectă presiunile recente pe segmentul alimentar și subestimarea celor persistente de la nivelul subcomponentei serviciilor. În a doua parte a intervalului, ajustarea este determinată de reconfigurarea, la valori negative, a cuantumului deviației PIB, în special pe seama reevaluării impulsului fiscal, în contextul includerii în proiecție a noilor măsuri de consolidare fiscală.

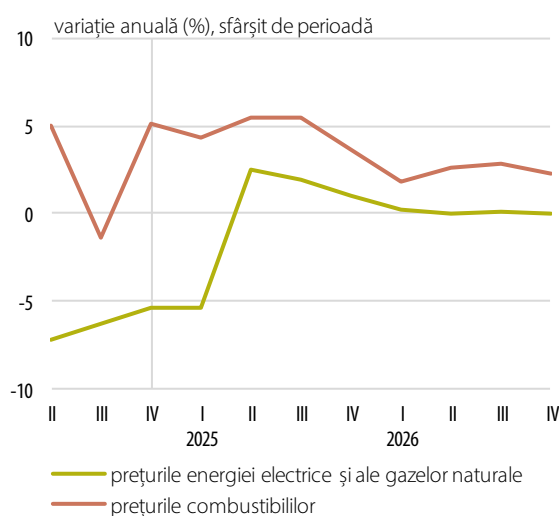
Nivelul prognozat al contribuției cumulate a componentelor exogene ale coșului la rata anuală a inflației IPC este de 1,5 puncte procentuale la finele anului curent (revizuire în sus față de *Raportul* din

⁶⁶ Pentru detalii, a se vedea Secțiunea 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

⁶⁷ Conform *Proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului* – ediția decembrie 2024, dinamica medie anuală a indicatorului va coborî de la 2,5 la sută în 2025 și la 2 la sută în 2026.

noiembrie, de +0,3 puncte procentuale) și de 1,3 puncte procentuale la orizontul proiecției, decembrie 2026 (Grafic 4.3). Reevaluarea ascendentă din decembrie 2025 este cauzată, în principal, de evoluții mai nefavorabile în cazul prețurilor produselor din tutun și băuturilor alcoolice, al celor ale combustibililor, al prețurilor administrate, dar și al tarifelor la gaze naturale, atenuate parțial de corecții descendente ale prețurilor volatile ale LFO. Valoarea din trimestrul III 2026 (orizontul proiecției precedente) este relativ similară celei proiectate în *Raportul* anterior.

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



Accelerarea de ritm consemnată pe parcursul ultimului trimestru al anului trecut de prețurile combustibililor este succedată, pe cea mai mare parte a celui curent, de anticiparea unor rate de creștere superioare țintei centrale (Grafic 4.4, Tabel 4.3). Evoluția anticipată a componentei se datorează atât unor efecte de bază nefavorabile, cât și majorării sezoniere, peste așteptări, a prețului lemnului de foc și deprecierei leului în raport cu dolarul SUA. Astfel, traiectoria a fost revizuită semnificativ ascendent în acest an. Pentru restul intervalului este așteptată temperarea dinamicii anuale la valori plasate în interiorul coridorului țintei centrale, în principal pe seama corecțiilor semnificative ale cotațiilor *futures* ale petrolului⁶⁸. Revizuirea aferentă trimestrului III 2026 este de asemenea ascendentă, dar de o amplitudine redusă.

Tabel 4.3. Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă		
	dec. 2024	dec. 2025	dec. 2026
Prețuri bunuri energetice	0,0	2,4	1,2
Prețuri combustibili	5,1	3,6	2,3
Prețuri energie electrică și gaze naturale	-5,4	1,0	0,0
Prețuri LFO	8,8	4,7	7,4
Prețuri administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	4,8	5,0	4,6
Prețuri produse din tutun și băuturi alcoolice	9,9	6,0	4,6

Sursa: INS, proiecție BNR

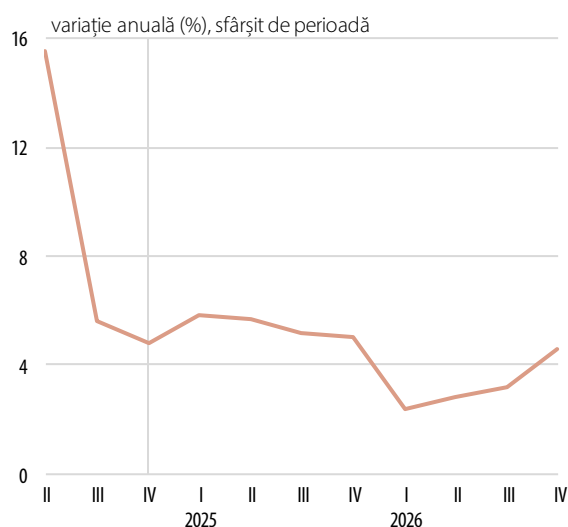
Dinamica anuală a prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale⁶⁹ este prognozată a se menține în teritoriu negativ și în trimestrul I al anului curent (Grafic 4.4, Tabel 4.3). Aceasta va redeveni pozitivă în trimestrul II, pe seama unor efecte de bază nefavorabile, și este prognozată la valori benigne pe restul intervalului de proiecție, implicând ajustări limitate ale prețurilor, sub ipoteza menținerii unei funcționări normale a piețelor de profil. Față de *Raportul* din noiembrie 2024, valoarea de la finele anului curent a fost reevaluată în sus, în principal pe seama tendinței ascendente recente a cotațiilor gazelor naturale pe piețele *en gros*, anticipate a se reflecta pe termen scurt în tarifele plătite de consumatori, acestea fiind în prezent situate la niveluri inferioare plafoanelor stabilite de autorități.

⁶⁸ Pentru detalii, a se consulta Secțiunea 1.1. Ipoteze externe.

⁶⁹ Conform Comunicatului INS nr. 37/14 februarie 2023, energia electrică și gazele naturale au fost reincluse în grupa componentelor coșului IPC cu prețuri reglementate, ca urmare a redefinirii caracteristicilor schemelor de plafonare și compensare a tarifelor începând cu 1 ianuarie 2023.

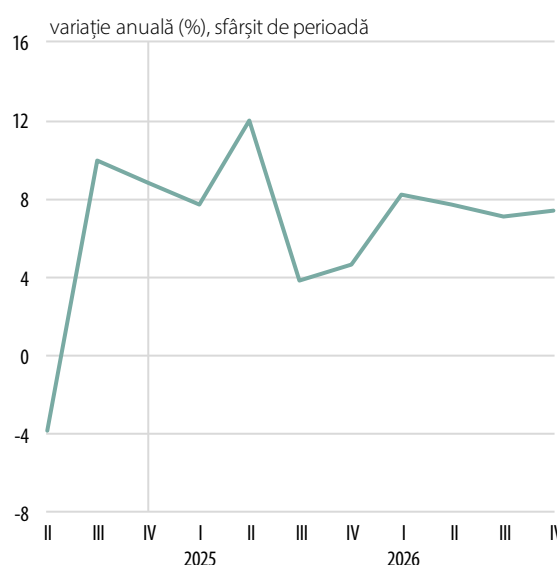
Scenariul exogen privind evoluția prețurilor administrate, altele decât energia electrică și gazele naturale, fundamentat în principal pe baza evoluțiilor istorice, prevede valori superioare intervalului țintei centrale în cea mai mare parte a intervalului proiecției (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Comparativ cu *Raportul* anterior, doar valorile din prima jumătate a intervalului proiecției au fost ajustate mai semnificativ în sus, în principal ca urmare a unor majorări neanticipate ale tarifelor pe segmentul apă-canal-salubritate și ale prețurilor la energia termică în perioada recentă. Pentru restul intervalului de prognoză totuși dinamica anuală este relativ similară celei proiectate anterior, fiind fundamentată pe baza tiparului istoric al ajustărilor operate în cazul principalelor categorii de produse din cadrul grupei.

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



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor LFO



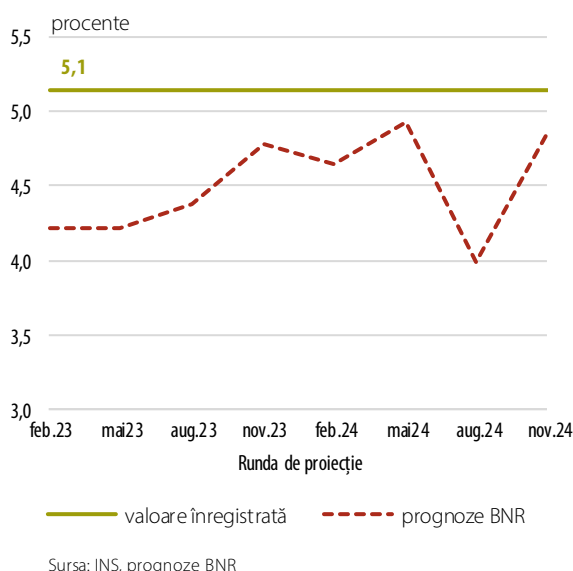
Sursa: INS, proiecție BNR

În pofida unor evoluții recente mai favorabile decât se preconiza anterior, dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este anticipată a se situa deasupra coridorului țintei centrale pe tot intervalul de proiecție (Grafic 4.6, Tabel 4.3). Nivelul pentru finele anului curent a fost revizuit descendent, ulterior valorile previzionate fiind relativ similare celor proiectate anterior, reflectând ipoteza înregistrării unor producții agricole normale.

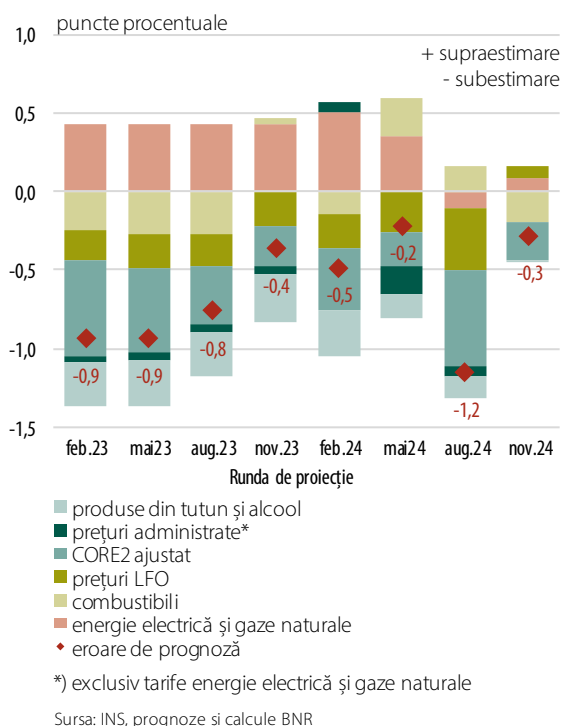
Traectoria anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este configurată în principal pe baza majorărilor de accize prevăzute în legislație, dar luând în considerare și comportamentul operatorilor din domeniu privind ajustarea prețurilor finale. Dinamica anuală a grupei este proiectată să decelereze, până în trimestrul II 2026 (Tabel 4.3), ulterior accentuându-se. Traectoria pentru anul curent a fost revizuită în sus, pe fondul unor majorări recente de preț ale produselor din tutun, neanticipate și care nu sunt justificate de modificări ale regimului de accizare.

Casetă. Evaluarea acurateții prognozelor macroeconomice pentru rata anuală a inflației IPC în decembrie 2024

Grafic A. Rata anuală a inflației IPC în decembrie 2024: valori prognozate vs. valoare înregistrată



Grafic B. Descompunerea erorilor de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC în decembrie 2024 pe componente ale coșului IPC



Caseta de față face parte din exercițiul anual al evaluării acurateții prognozelor realizate de BNR pentru rata anuală a inflației IPC de la finele anului anterior.

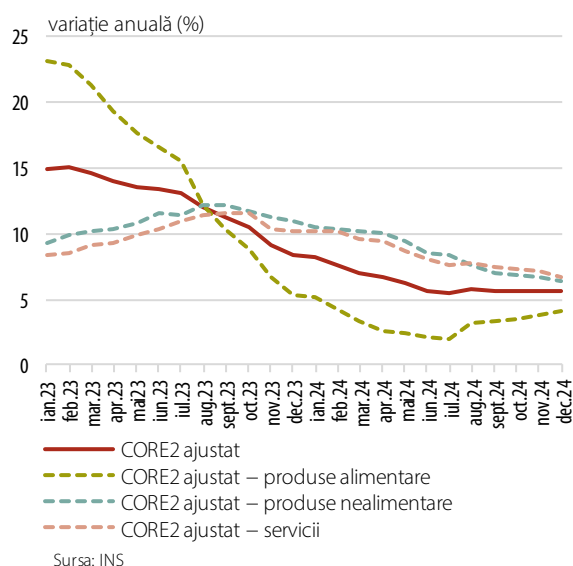
Rata anuală a inflației aferentă lunii decembrie 2024 a făcut obiectul prognozelor în runde succesive din intervalul februarie 2023 – noiembrie 2024. Valoarea efectiv consemnată (5,14 la sută) a fost subestimată de-a lungul celor opt runde de proiecție (Grafic A), erorile de prognoză fiind situate între 0,22 puncte procentuale și 1,15 puncte procentuale. În mod atipic, nivelul maxim al erorilor de prognoză a corespuns rundei „august 2024”, deși aceasta beneficia de un set informațional teoretic mai extins decât cele din precedentele șase runde. Acest aspect subliniază influența semnificativă a condițiilor meteorologice asupra evoluției indicelui prețurilor de consum (IPC) în România, având în vedere ponderea ridicată a componentei alimentare în structura acestuia (28,6 la sută comparativ cu 15,2 la sută media la nivelul Uniunii Europene⁷⁰). Astfel, prognoza BNR din runda „august 2024” a fost realizată sub auspiciile condițiilor meteo favorabile din prima parte a anului, succedate de seceta prelungită, ale cărei efecte nu au fost pe deplin anticipate la momentul realizării proiecției, din lunile de vară.

Descompunerea erorilor de prognoză pe componente ale coșului de consum (Grafic B) relevă faptul că tendința de subestimare a caracterizat atât indicele CORE2 ajustat, cât și ansamblul componentelor exogene ale coșului de consum, deși, în structura acestora din urmă, au existat și indici a căror dinamică a fost supraestimată.

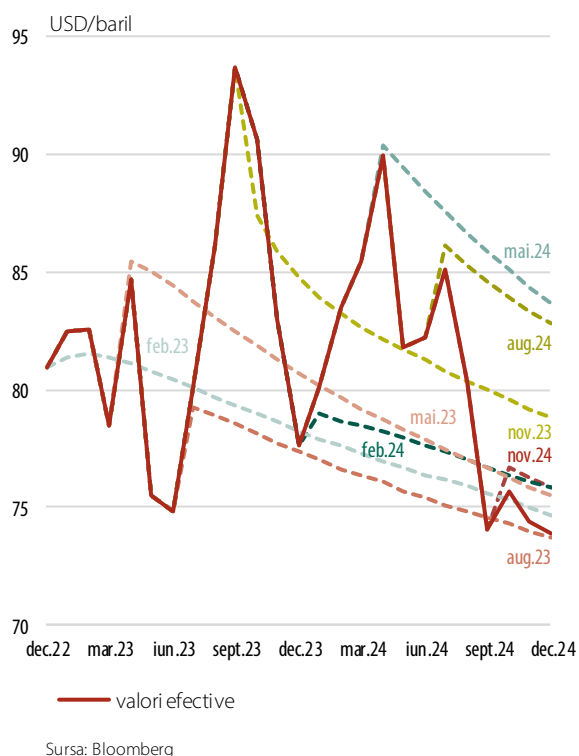
Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a înregistrat o scădere alertă pe parcursul anului 2023 (Grafic C), susținută preponderent de corecțiile ample ale prețurilor bunurilor alimentare (pe fondul recoltei relativ abundente de pe plan intern și internațional),

⁷⁰ Pentru comparabilitate cu media Uniunii Europene, ponderile vizează coșul de consum corespunzător indicelui armonizat al prețurilor (IAPC).

Grafic C. Evoluția istorică a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat și a subcomponentelor sale



Grafic D. Preț petrol Brent: evoluții istorice și cotații futures (runde succesive de prognoză)



dar și de măsurile administrative de plafonare a adaosului comercial la anumite categorii de alimente, introduse succesiv. Ulterior, ritmul dezinflației a încetinit semnificativ, stagnând chiar în a doua parte a anului 2024, în contextul majorărilor de taxe și impozite de la începutul anului, al persistenței presiunilor inflaționiste din partea costurilor cu forța de muncă, dar și al disipării influențelor favorabile de pe segmentul bunurilor alimentare, inclusiv ca urmare a condițiilor meteo din lunile de vară, respectiv seceta prelungită. Aceste evoluții, dificil de anticipat, inclusiv în privința magnitudinii, au stat la baza subestimării nivelului din decembrie 2024 (5,6 la sută) în toate cele opt runde de prognoză analizate.

După cum a fost menționat, tendința de subestimare a caracterizat și componentele exogene ale coșului de consum, cu excepția tarifelor la energia electrică și gazele naturale și a prețului combustibililor. Similar componentei alimentare a indicatorului CORE2 ajustat, și traiectoria prețurilor LFO a fost marcată de factorii climaterici consemnați pe parcursul anului 2024 (precum trecerea de la condiții meteo favorabile în prima parte a anului la secetă prelungită în lunile de vară), dinamica anuală înregistrată la finele anului trecut fiind una relativ ridicată (8,8 la sută). Un nivel semnificativ al dinamicii la același orizont a fost înregistrat și de prețul produselor din tutun (10,5 la sută, maxim al ultimilor 14 ani), pe fondul multiplelor majorări de pe parcursul anului, nemotivate de regimul fiscal, ci de decizii ale operatorilor comerciali.

Prognozele privind dinamica prețului combustibililor au fost condiționate de traiectoriile futures ale prețului petrolului Brent, ajustările succesive ale acestora (Grafic D) preluând în mare măsură efectele multiplelor tensiuni din plan geopolitic. Totodată, dinamica anuală a prețului combustibililor în 2024 a fost marcată de majorarea semnificativă a accizei specifice în două tranșe (ianuarie și iulie

2024, cumulând 34 la sută), informație încorporată în prognozele BNR începând cu runda „noiembrie 2023”.

Pe parcursul anului trecut a rămas în vigoare schema de sprijin vizând plafonări ale prețurilor finale la energia electrică și gazele naturale. Aceasta a înregistrat însă reconfigurări începând cu luna aprilie 2024, care au creat premisele reducerii

tarifelor pentru consumatorii casnici de energie electrică și gaze naturale, în contextul evoluțiilor benigne ale cotațiilor pe plan național și european de la momentul respectiv. Totodată, reconfigurări succesive ale traiectoriei au avut loc și în contextul migrației între tranșe de consum a consumatorilor în lunile de iarnă (date furnizate de ANRE). Aceste evoluții au fost încorporate în prognozele BNR doar în momentul în care realizarea lor a devenit certă, respectând practica standard de realizare a proiecțiilor. În acest context, dinamica prețurilor la energia electrică și gazele naturale a fost supraestimată în runde de proiecție de pe parcursul anului 2023 și din prima parte a anului 2024, contrabalansând parțial impactul subestimării de la nivelul celorlalte componente ale coșului de consum, cu excepția combustibililor.

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

Deviația PIB (*gapul PIB*)

În trimestrul III 2024 PIB real a înregistrat o stagnare⁷¹, continuând parcursul fragil din trimestrele anterioare. Evoluția a fost sub așteptările formulate în *Raportul* din luna noiembrie, cvasitotalitatea componentelor înregistrând scăderi, în cea mai mare parte neanticipate. Aportul pozitiv al exporturilor nete la creșterea economică din acest trimestru (pe seama comprimării deosebit de puternice a importurilor) a fost doar parțial contrabalansat de cel ușor negativ din partea absorbției interne. Astfel, dinamica nulă a PIB real s-a reflectat într-o contribuție negativă însemnată a componentei reziduale (discrepanța statistică și variația stocurilor), cu un conținut economic extrem de redus.

Pentru trimestrul IV 2024, prognozele pe termen scurt indică o dinamizare modestă a PIB real, susținută de o anumită revigorare a absorbției interne. Venitul disponibil al gospodăriilor populației este estimat a fi accelerat în termeni trimestriali, date fiind majorarea generalizată a pensiilor încă din luna septembrie 2024 și continuarea dinamicii robuste a câștigului salarial brut. În plus, rata șomajului a înregistrat o scădere moderată⁷², iar creditele de consum au marcat un avans solid în ultimul trimestru al anului precedent. Evaluările privind parcursul consumului gospodăriilor din trimestrul IV sunt susținute inclusiv de dinamicele pozitive ale cifrelor de afaceri corespunzătoare (în comerțul cu amănuntul, respectiv în serviciile prestate populației) și de indicatorii de încredere specifici din sondajele DG ECFIN (aferenți consumatorilor, serviciilor și comerțului). Pe latura investițiilor, evoluțiile favorabile sunt anticipate a fi provenit cu precădere din partea construcțiilor ingineresti, date fiind multiplele proiecte de infrastructură rutieră finalizate în ultimele luni ale anului precedent. În schimb, producția industrială, deși cu o anumită tendință de revigorare pe ansamblul lunilor octombrie și noiembrie 2024, este posibil să fi consemnat o comprimare în ultima lună a trimestrului. Acest aspect este sugerat de înrăutățirea marcantă a indicatorilor de încredere (DG ECFIN și PMI), reflectând inclusiv parcursul în continuare modest al cererii externe. Alți factori inhibitori la adresa creșterii economice sunt reprezentați de: încetinirea ritmului de dezinflație, menținerea caracterului restrictiv

⁷¹ Conform Comunicatului INS nr. 7 din 10 ianuarie 2025 aferent datelor PIB provizorii 2.

⁷² Calcule pe baza seriei lunare.

al condițiilor monetare reale în sens larg, trenarea atragerii fondurilor europene, dar și incertitudinile repercutate asupra activității economice, decurgând din evenimentele electorale derulate la sfârșitul lunii noiembrie/începutul lunii decembrie.

Pentru trimestrul I 2025, dinamica PIB real este de asemenea prognozată a fi doar modestă, posibil chiar inferioară celei estimate pentru ultimul trimestru al anului precedent. La factorii inhibitori menționați anterior, având efecte persistente, se adaugă măsurile de consolidare fiscală intrate în vigoare de la 1 ianuarie 2025 (OUG nr. 156/2024), cu impact direct asupra veniturilor angajaților din sectorul public și, respectiv, a sumelor de natura transferurilor încasate de categorii importante de populație. De altfel, în luna ianuarie, indicatorul de încredere ESI a consemnat o scădere puternică (de la un maxim al ultimilor cinci ani în trimestrul IV 2024 până la cel mai redus nivel din iunie 2023 și, în același timp, inferior mediei pe termen lung a indicatorului) preponderent pe seama înrăutățirii componentei aferente consumatorilor. De asemenea, incertitudinile sunt evaluate în creștere și în plan internațional, în contextul amplificării recente a tensiunilor geopolitice și economice între SUA și partenerii săi comerciali. Mediul economic incert este de natură a tempera creșterea economică atât prin prisma unei diminuări a înclinației spre consum, cât și prin cea a amânării deciziilor investiționale ale companiilor.

Pe ansamblul anului 2024 este previzibilă o decelerare notabilă a creșterii economice comparativ cu anul anterior⁷³, în contextul, printre altele, al trenării activității industriale atât pe plan intern, cât și în cele mai mari economii europene, cu efect direct asupra exporturilor românești. Pentru anul curent și cel următor se preconizează o accelerare moderată a PIB real, perspectivă ce depinde inclusiv de revigorarea pe termen mediu a tracțiunii exercitate de cererea externă. În scenariul de bază, un aport favorabil la creșterea economică prognozată este asociat și valorificării fondurilor europene din surse multiple⁷⁴, evoluție care însă consemnează întârzieri în ce privește absorbția și utilizarea efectivă a acestor sume în proiecte investiționale.

Din perspectiva cheltuielilor, pentru anul 2024, încetinirea economiei poate fi pusă pe seama unei contribuții negative de amploare a exporturilor nete (după cea ușor pozitivă din anul 2023), în timp ce aportul cererii interne este evaluat a fi rămas robust, prioritar pe seama consumului final, a cărui creștere a fost însă acomodată în foarte mică măsură din producția internă. Pentru anul curent și cel următor, traiectoria PIB real este prognozată a fi în continuare determinată de cererea internă. Componentele acesteia reflectă măsurile prevăzute⁷⁵ în pachetul de consolidare fiscală aferent OUG nr. 156/2024, cu impact contracționist asupra activității economice, în special în acest an. Consumul final este totuși prevăzut a rămâne principalul determinant al creșterii economice (ponderea însemnată deținută în PIB primând

⁷³ În anul 2023, creșterea medie anuală a PIB a fost de 2,4 la sută. Contribuția variației stocurilor, componentă cu un conținut economic limitat, a fost negativă și de o magnitudine ridicată, sugerând incertitudini cu privire la structura finală a creșterii PIB (după efectuarea, în timp, de către INS a tuturor revizuirilor de date statistice, publicarea celor definitive pentru anul 2023 fiind de așteptat a avea loc în luna octombrie 2025).

⁷⁴ Cadru financiar multianual 2021-2027 și programul „Next Generation EU” (2021-2026).

⁷⁵ Printre măsurile intrate în vigoare de la 1 ianuarie 2025, prevăzute în cadrul OUG nr. 156/2024, cu impact asupra componentelor cererii interne, se numără: (i) înghețarea salariilor și a pensiilor la nivelul lunii noiembrie 2024; (ii) majorarea cotei de impozit pe dividende de la 8 la sută la 10 la sută; (iii) eliminarea facilităților fiscale pentru lucrătorii din agricultură, industria alimentară, construcții și IT; (iv) reducerea plafonului de impozitare pentru microîntreprinderi de la 500 000 euro la 250 000 euro, respectiv 100 000 de euro începând cu 1 ianuarie 2026.

asupra anticipării unui ritm mai temperat al componentei față de cel din anul precedent). Pe parcursul intervalului de prognoză, aportul la creșterea economică a FBCF este proiectat a fi pozitiv, însă mai redus decât cel al consumului. Totuși, pe termen mediu se anticipează o amplificare treptată a contribuției FBCF, sub ipoteza continuării atragerii de fonduri europene, dar și de investiții străine directe. Aportul exporturilor nete este prefigurat să rămână negativ, însă de o magnitudine foarte redusă, pe fondul preconizării unui ritm mediu anual al exporturilor de bunuri și servicii apropiat de cel al importurilor.

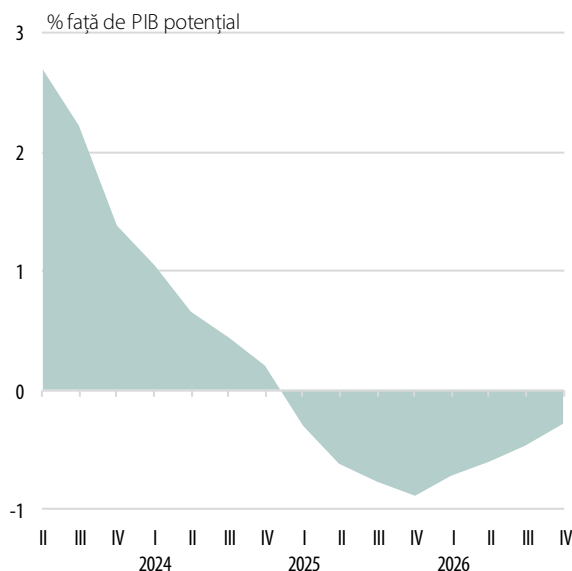
Ritmul mediu anual de creștere a PIB potențial este estimat să rămână solid pe parcursul perioadei de prognoză, însă această evoluție depinde în mare măsură de continuarea și chiar dinamizarea atragerii fondurilor europene. Comparativ cu *Raportul* precedent, traiectoria indicatorului a fost reconfigurată ușor în sens descendent pe termen mediu. Reevaluarea reflectă atenuarea recentă a investițiilor nete în economie, care este de așteptat să afecteze pe termen scurt eficiența utilizării factorilor de producție (engl. *total factor productivity* – TFP), în principal prin întârzierea modernizării tehnologice și pe termen lung să limiteze creșterea economică prin reducerea stocului de capital.

Cu toate că, pe parcursul anului 2024, formarea de capital fix este evaluată a fi stagnat, performanțele remarcabile ale investițiilor din anii precedenți continuă să atribuie stocului de capital rolul de factor determinant al creșterii PIB potențial. Perspectivele de redresare graduală a formării brute de capital fix vizează un parcurs mai temperat comparativ cu evoluțiile istorice, inclusiv pe fondul măsurilor adoptate de autorități prin intermediul OUG nr. 156/2024, ce implică modificări ale regimului de impozitare a companiilor. În acest context, surse fundamentale de finanțare sunt prevăzute a fi alocate prin intermediul intrărilor de fonduri de natura investițiilor străine directe, cât și ale fondurilor europene, în particular programul „Next Generation EU”. Aportul trendului TFP este afectat de performanțele relativ modeste ale companiilor în identificarea unor soluții inovative, inclusiv în privința integrării digitalizării în desfășurarea activității acestora⁷⁶. Pe un orizont mai îndelungat de timp, contribuția componentei este anticipată în ușoară redresare, reflectând eforturile companiilor de aliniere la tendințele de re tehnologizare și eficientizare energetică, susținute inclusiv de fondurile de finanțare furnizate prin programele Comisiei Europene, precum Fondul pentru o tranziție justă, InvestEU sau cele din cadrul Mecanismului de Redresare și Reziliență (MRR). Accesarea acestor resurse ar putea accelera procesul de modernizare și digitalizare a producției, consolidând astfel competitivitatea economică pe termen lung. Aportul forței de muncă este proiectat a rămâne doar moderat pozitiv, în atenuare graduală pe termen mai lung, pe seama evoluțiilor demografice nefavorabile persistente din România, precum îmbătrânirea populației și migrația forței de muncă, amplificate și de unele probleme structurale persistente ale pieței muncii (rata redusă de participare la forța de muncă, deficitul de personal calificat în anumite sectoare-cheie, precum și o rată ridicată a inactivității în rândul tinerilor). În perspectivă, la adresa traiectoriei PIB potențial rămân relevante efectele adverse ale incertitudinii ridicate atât pe plan

⁷⁶ Conform *Innovation Scoreboard* 2024, România rămâne încadrată în clasa „inovatorilor modești”, pe ultimul loc în rândul țărilor membre UE. În același timp, în categoria menționată se remarcă, comparativ cu anul 2023, o scădere a performanței doar în cazul României.

intern, cât și pe plan extern, pe fondul tensiunilor geopolitice și al unor posibile reînflămări ale problemelor din lanțurile globale de aprovizionare.

Grafic 4.7. *Gapul PIB*



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

În contextul încetinerii activității economice în decursul ultimilor doi ani, *gapul* PIB este estimat pe o traiectorie de scădere continuă, până la o valoare ușor pozitivă în trimestrul IV 2024, similară celei din *Raportul* anterior. În trimestrul I 2025 *gapul* PIB este însă proiectat a deveni negativ (versus ușor pozitiv în evaluarea precedentă), pe seama unui amplu impact restrictiv din partea impulsului fiscal (versus unul cvasineutru în *Raportul* precedent), indicator ce preia efectele evaluate ale măsurilor de consolidare fiscală implementate recent de autorități. Această revizuire influențează configurația indicatorului și în perioadele următoare, în condițiile în care impulsul fiscal este anticipat să continue să exercite efecte restrictive și în 2026, deși semnificativ mai atenuate, determinând poziționarea *gapului* PIB pe un palier inferior celui estimat în runda precedentă. Astfel, în continuare, *gapul* PIB este anticipat să rămână în teritoriul negativ (spre deosebire de valorile moderate ca

magnitudine, dar persistent pozitive pe termen mediu, din prognoza precedentă). Quantumul deficitului de cerere este în accentuare pe parcursul anului curent și ulterior în atenuare, evaluare condiționată inclusiv de ipotezele privind configurația deficitului bugetar (Grafic 4.7)⁷⁷.

Din perspectiva factorilor fundamentali ai *gapului* PIB, pe lângă influența provenind din partea impulsului fiscal, un efect restrictiv suplimentar provine și din partea deviației de la trend a cererii externe. Deși în proces de atenuare, aceasta este anticipată să persiste în teritoriul negativ pe întregul interval de prognoză, spre deosebire de estimarea anterioară, care indica valori negative doar până în trimestrul II a.c. În paralel, condițiile monetare reale în sens larg își mențin caracterul restrictiv la adresa activității economice pe tot parcursul intervalului de prognoză.

Componentele cererii agregate

Dinamica medie anuală a consumului final este proiectată a cunoaște o decelerare pe parcursul anului 2025, ulterior ritmului notabil de creștere din anul anterior. Evoluția componentei reflectă inclusiv temperarea dinamicii venitului disponibil real al gospodăriilor populațiilor în contextul adoptării măsurilor fiscal-bugetare prevăzute de OUG nr. 156/2024, cu impact asupra unor categorii largi de consumatori. Pentru anul următor, revenirea consumului final beneficiază de efecte favorabile induse de continuarea reducerii graduale a inflației.

⁷⁷ Din perspectiva componentelor cererii agregate, profilul deviației PIB este imprimat de traiectoriile componentelor cererii interne (atât consumul individual al gospodăriilor populație, cât și formarea brută de capital fix având asociate *gapuri* pozitive), în timp ce *gapul* agregat al exporturilor nete este proiectat a fi negativ, cu variații relativ reduse.

Formarea brută de capital fix, evaluată a fi stagnat în anul 2024, este anticipată a reveni gradual pe parcursul intervalului de proiecție la ritmuri medii anuale relativ robuste, însă mai temperate comparativ cu evoluția istorică din perioada postpandemică. Parcursul prevăzut al acesteia este strict condiționat de încrederea mediului investițional, în contextul deteriorării perspectivelor investitorilor străini cu privire la investițiile/plasamentele în România, pe fondul dezechilibrelor macroeconomice și al incertitudinii politice⁷⁸. Suplimentar, un rol esențial revine conduitei autorităților în privința derulării proiectelor de investiții finanțate atât din surse proprii și împrumutate, cât și a celor finanțate din fonduri externe nerambursabile. Pe de o parte, efecte favorabile la adresa formării brute de capital fix sunt anticipate a se materializa pe fondul alocării planificate pentru anul 2025 a unor sume însemnate destinate investițiilor publice⁷⁹. Pe de altă parte, în ceea ce privește fondurile europene, în special cele finanțate prin intermediul programului „Next Generation EU”, orice întârzieri suplimentare ar putea reduce fereastra de oportunitate privind implementarea acestui program, în condițiile în care sumele alocate trebuie atrase până cel târziu la sfârșitul anului 2026. Totodată, măsurile adoptate în vederea consolidării fiscale, în particular cele ce vizează modificări ale regimului de impozitare, ar putea conduce la reevaluări notabile ale planurilor investiționale ale companiilor.

Aportul exportului net este proiectat a rămâne negativ pe parcursul intervalului de prognoză, însă de o magnitudine considerabil mai redusă decât în 2024, reflectând pentru anul curent încetinirea proiectată a importurilor în paralel cu o ușoară dinamizare a exporturilor de bunuri și servicii. După contracția înregistrată pe parcursul anului 2024, exporturile de bunuri și servicii sunt anticipate să urmeze o redresare graduală pe termen mediu, susținută de perspective favorabile, dar încă moderate, ale cererii externe, care au fost revizuite în sens descendent comparativ cu proiecția anterioară. Traectoria componentei rămâne afectată primordial de performanța economică a partenerilor comerciali externi, în special cea a Germaniei, pe un fundal general marcat de incertitudini asociate atât tensiunilor geopolitice, cât și fricțiunilor comerciale de la nivel global. Cursul de schimb real efectiv (calculat prin deflatare cu dinamicile IPC din România și țările partenere) este anticipat a se menține supraevaluat până la orizontul prognozei, continuând astfel să imprime, *ceteris paribus*, efecte restrictive competitivității prin preț a produselor românești, însă în diminuare graduală. Traectoria importurilor de bunuri și servicii este anticipată a continua cu ritmuri relativ robuste, apropiate de cele ale exporturilor, evoluție strâns corelată cu cea a principalelor componente ale cererii interne.

Anul 2024 este evaluat a se fi încheiat cu un deficit de cont curent în accentuare față de cel din anul 2023 (6,6 la sută din PIB). La această evoluție, cel mai ridicat aport l-a avut deficitul comercial, pe seama unor deteriorări cvasigeneralizate înregistrate de principalele grupe de mărfuri. În aceste condiții, deficitul de cont curent este estimat să se corecteze pe parcursul anului 2025, dinamică favorizată și de reluarea

⁷⁸ În acest sens, sunt de menționat deciziile recente ale agențiilor Fitch și Standard & Poor's, de a revizui, de la stabilă la negativă, perspectiva ratingului suveran al României, poziționarea actuală reprezentând ultima treaptă din categoria recomandată investitorilor.

⁷⁹ Conform Raportului privind situația macroeconomică pe anul 2025 și proiecția acesteia pe anii 2026-2028, publicat de Ministerul Finanțelor în luna ianuarie 2025, cheltuielile cu investițiile publice cuprinse în bugetul general consolidat sunt prevăzute să înregistreze, în anul curent, o creștere atât nominală, cât și ca pondere în PIB, comparativ cu anul 2024.

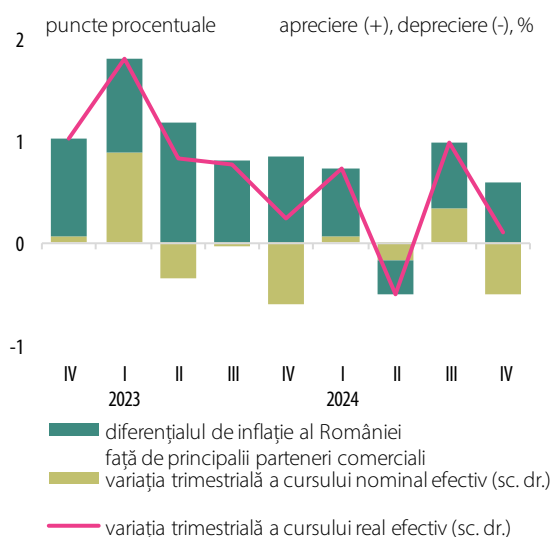
procesului de consolidare fiscală după influențele de sens opus care i-au marcat evoluția în anul 2024, precum recalcularea pensiilor și creșterile salariale acordate în sectorul public. Similar rundelor precedente, menținerea deficitului extern pe o traiectorie descendentă este condiționată de absența unor noi sincope în lanțurile globale de valoare adăugată și de redresarea activității economice a principalilor parteneri comerciali. Aceste evoluții ar putea fi însă vulnerabile la factori adversi, inclusiv o posibilă majorare a tarifelor vamale, care ar putea afecta în perspectivă fluxurile comerciale și competitivitatea exporturilor.

În anul 2024, suprapunerea accentuării deficitului de cont curent cu comprimarea transferurilor de capital și a investițiilor străine directe, respectiv participații la capital inclusiv profit reinvestit, este estimată a fi condus la o valoare modestă a gradului de finanțare a acestuia din surse negeneratoare de datorie externă. Pe termen mediu, proiecția are în vedere o îmbunătățire graduală a cuantumului dezechilibrului extern acoperit din astfel de surse. Această evoluție este însă condiționată de ipoteza atragerii consistente de fonduri europene prin intermediul alocărilor aferente PNRR, precum și de îmbunătățirea intrărilor din CFM 2021-2027, contrabalansând pe termen mediu încheierea absorbției pe cadrul financiar 2014-2020, odată cu finalizarea acestui exercițiu la sfârșitul anului 2024. Totodată, investițiile străine directe sunt de așteptat a se poziționa în continuare în termeni absoluți peste nivelurile înregistrate în perioada prepandemică, însă și în cazul acestora cele mai recente date indică evoluții secvențiale mai modeste comparativ cu cele din anii anteriori, fiind totuși așteptată o ușoară redresare pe termen mediu.

Condițiile monetare în sens larg

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

Grafic 4.8. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

Scenariul de bază prevede 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, care prevăd asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

În structura condițiilor monetare în sens larg, cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.8) va continua să imprime, *ceteris paribus*, efecte restrictive competitivității prin preț a produselor românești, în scădere graduală, dar cu un impact încă semnificativ transmis prin intermediul canalului

exporturilor nete. Aportul cursului de schimb real efectiv este în continuare evaluat în contextul aprecierii anterioare în termeni reali a monedei naționale, determinată de efectul dominant al poziționării ratei interne a inflației peste cea a partenerilor comerciali. În schimb, influențele ratelor reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt evaluate a se menține la valori relativ neutre pe tot intervalul proiecției. Această evoluție este proiectată în contextul transmisiei deciziilor de politică monetară în dinamica ratelor nominale ale dobânzilor, concomitent cu o traiectorie descendentă a anticipațiilor inflaționiste.

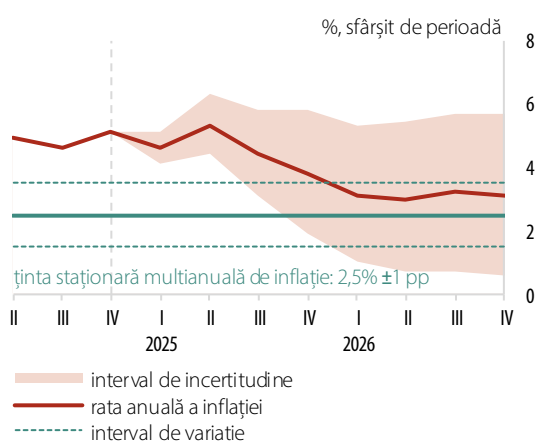
Efectul de avuție și de bilanț este așteptat a rămâne la valori restrictive, însă în diminuare graduală, pe tot parcursul intervalului de proiecție. În structură, dinamica acestuia reflectă în principal tendința de scădere a ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), ca urmare a reducerii treptate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

2. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor (Grafic 4.9) este evaluată a rămâne înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria proiectată în scenariul de bază. În contextul actual, riscul unei intensificări a protecționismului comercial s-a amplificat, în timp ce impactul economic

al tensiunilor geopolitice s-a redus ușor, în contextul unor noi tatonări privind aplanarea conflictelor. Această evoluție este susținută, pe de o parte, de primele semne de detensionare a conflictului din Orientul Mijlociu și, pe de altă parte, de o perspectivă temporală mai apropiată pentru o posibilă soluționare a conflictului militar din Ucraina. Pe plan intern, apropierea expirării perioadei de aplicare a schemei actuale de plafonare a prețurilor la energie electrică și gaze naturale ridică o serie de semne de întrebare cu privire la posibila configurație viitoare a schemelor de sprijin după data de 1 aprilie 2025. Aceștia li se adaugă și incertitudinile privind comportamentul viitor al operatorilor din domeniul energetic, nefiind excluse ajustări ascendente ale prețurilor. În schimb, riscurile asociate conduitei politicii fiscale și de venituri au cunoscut o oarecare atenuare, ulterior introducerii pachetului de consolidare fiscală prin intermediul OUG nr. 156/2024.

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



Odată cu creșterea probabilității unei intensificări a protecționismului comercial, prin aplicarea extinsă a unor noi bariere tarifare, incertitudinile din mediul extern au căpătat o importanță sporită. În acest context, deciziile privind politica comercială a SUA, precum și măsurile de ripostă adoptate de partenerii vizați de acestea, ar putea genera evoluții divergente ale inflației și ale dinamicii activității economice, accentuând riscul de stagflație. Aceste efecte s-ar putea transmite atât direct, prin impactul asupra fluxurilor de bunuri și servicii, cât și indirect, prin deteriorarea perspectivelor de creștere economică, afectând inclusiv economia României. Pe lângă efectele directe, posibile pierderi de productivitate la nivelul firmelor ar putea amplifica impactul negativ, afectând atât companiile locale, cât și, în special, pe cele din economiile care reprezintă principalii parteneri comerciali ai României. În acest mediu marcat de noi provocări pentru fluxurile comerciale și investiționale, coordonarea viitoare a politicilor economice rămâne esențială. În particular, va fi importantă calibrarea deciziilor de politică monetară ale băncilor centrale majore și ale celor din regiune, precum și implementarea eficientă a Planurilor bugetar-structurale naționale pe termen mediu în economiile din UE.

Deciziile din sfera politicilor economice ar putea fi însă îngreunate de noi șocuri pe piața bunurilor energetice. În cazul României, pentru luna decembrie 2024, datele efective au confirmat o rată a inflației mai ridicată decât cea din ultimul *Raport*, cu o contribuție importantă a erorii de prognoză determinată de prețuri mai ridicate ale combustibililor. Deși parțial materializate, riscurile provenind din această sursă sunt evaluate a persista. Spre exemplu, sancțiunile recente aplicate Rusiei, precum și perspectiva înăsprii acestora, ar putea ocaziona presiuni inflaționiste suplimentare în cazul prețului petrolului. Totodată, noi riscuri ascendente sunt asociate și întreruperii tranzitului de gaze naturale din Rusia prin Ucraina, în special în cazul în care aceasta s-ar corobora cu unele dificultăți de accesare sau în ceea ce privește prețul de achiziție al unor surse alternative de astfel de produse. Presiuni suplimentare asupra prețurilor bunurilor energetice ar putea fi determinate și de prevalența unor temperaturi scăzute, care ar induce creșteri ale cererii. În plus, există inclusiv riscul unei producții deficitare de astfel de bunuri în eventualitatea unor condiții meteorologice nefavorabile.

Acestea au potențialul de a avea efecte adverse și asupra cotațiilor altor materii prime. Fenomene extreme precum noi episoade de secetă prelungită ori inundații devastatoare ar afecta și culturile de bunuri agricole, inducând noi presiuni inflaționiste. Pe termen mediu, rămân de interes implicațiile politicilor de adaptare la schimbările climatice.

Includerea în scenariul de bază a măsurilor din pachetul de consolidare fiscală prevăzut de OUG nr. 156/2024 a contribuit la diminuarea riscurilor identificate în rundele anterioare privind conduita viitoare a politicii fiscal-bugetare. Cu toate acestea, pe termen mediu, în cazul unor derapaje de la obiectivele stabilite în Planul bugetar-structural național pe termen mediu, nu poate fi exclusă adoptarea unor noi măsuri de consolidare fiscală, al căror impact asupra ratei anuale a inflației ar putea fi bidirecțional, în funcție de specificul acestora (majorări de impozite indirecte versus majorări de impozite directe ori restructurări ale cheltuielilor publice). Pe termen scurt, incertitudinile privesc posibile noi măsuri expansioniste, cum ar fi cele destinate sprijinirii gospodăriilor cu venituri reduse, cu potențial de a conduce la valori mai ridicate ale ratei inflației.

În același timp, noi abateri de la traiectoria deficitelor asumată de autorități ar putea deteriora percepția finanțatorilor acestora și ar putea atrage sancțiuni din partea Comisiei Europene, inclusiv prin restricționarea accesului la fonduri europene nerambursabile. Acest risc este cu atât mai relevant în contextul în care România întâmpină deja dificultăți în absorbția și implementarea fondurilor din PNRR, ceea ce ar putea limita capacitatea de finanțare a unor proiecte strategice și afecta creșterea economică pe termen lung. În plus, neatragerea fondurilor europene, inclusiv a celor corespunzătoare exercițiului financiar multianual standard, în volumele și la termenele stabilite inițial, ar reduce inclusiv capacitatea acestora de a compensa efectele contracționiste ale procesului de consolidare fiscală deja demarat.

Riscurile asociate pieței muncii își mențin importanța, în pofida unor semnale privind progrese în sensul detensionării acesteia. În sectorul privat, dinamica salariilor ar putea fi influențată de eforturile angajatorilor de a conserva veniturile nete ale angajaților, după eliminarea facilităților fiscale aplicate anumitor sectoare. Totodată, incertitudinea privind comportamentul viitor al firmelor este amplificată de alinierea salariului minim la cel prevăzut de directiva europeană, nefiind exclusă transferarea costurilor salariale în prețurile bunurilor și serviciilor finale. În plus, presiunile inflaționiste s-ar putea accentua în cazul unei amplificări a deficiențelor structurale de pe piața muncii, cum ar fi discrepanțele dintre cerințele angajatorilor și oferta de forță de muncă disponibilă. În schimb, în sectorul public nu poate fi exclusă o moderare a anvelopei salariale pe termen mediu, ca parte a eforturilor de aliniere a deficitului bugetar la traiectoria stabilită prin Planul bugetar-structural național pe termen mediu.

Abrevieri

ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul Energiei
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
CFM	Cadrul Financiar Multianual
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
Fed	Sistemul Federal de Rezerve al Statelor Unite ale Americii
FOMC	Comitetul Federal pentru Piețe Deschise
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IFN	instituții financiare nebankare
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
ISD	investiții străine directe
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MF	Ministerul Finanțelor
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
PNRR	Planul Național de Redresare și Reziliență
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	40
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	41
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	45
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază	47
Tabel 4.3	Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC	49

Lista graficelor din text

	Proгноza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Cotația țițeiului și prețul combustibililor	16
Grafic 1.3	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	16
Grafic 1.4	Anticipații privind evoluția prețurilor	17
Grafic 1.5	IAPC mediu anual în UE – dec. 2024	17
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	18
Grafic 2.2	Principalele activități economice	19
Grafic 2.3	Consumul populației	19
Grafic 2.4	Investiții, exclusiv construcții	21
Grafic 2.5	Construcții	21
Grafic 2.6	Comerț exterior	22
Grafic 2.7	Contul curent	23
Grafic 2.8	Productivitatea muncii pe ansamblul economiei	23
Grafic 2.9	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industria prelucrătoare	24
Grafic 2.10	Gradul de tensionare a pieței muncii	25
Grafic 2.11	Principalele probleme întâmpinate de companii în desfășurarea activității	25
Grafic 2.12	Efectivul salariaților din economie	26
Grafic 2.13	Evoluția salariului mediu brut pe economie	26
Grafic 2.14	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	27
Grafic 2.15	Prețurile producției industriale pentru piața internă	28
Grafic 2.16	Prețurile producției agricole	30
Grafic 2.17	Costurile unitare cu forța de muncă	30
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	31
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	36
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	37
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	38

Grafic 3.5	Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației	38
Grafic 3.6	Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare	38
Grafic 3.7	Cursul de schimb nominal	39
Grafic 3.8	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	41
Grafic 3.9	Principalele componente ale masei monetare	42
Grafic 3.10	Creditul acordat sectorului privat pe monede	42
Grafic 3.11	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	43
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	46
Grafic 4.2	Proгноza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	47
Grafic 4.3	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	48
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale	49
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	50
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor LFO	50
Casetă		
Grafic A	Rata anuală a inflației IPC în decembrie 2024: valori prognozate vs. valoare înregistrată	51
Grafic B	Descompunerea erorilor de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC în decembrie 2024 pe componente ale coșului IPC	51
Grafic C	Evoluția istorică a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat și a subcomponentelor sale	52
Grafic D	Preț petrol Brent: evoluții istorice și cotații <i>futures</i> (runde succesive de prognoză)	52
Grafic 4.7	<i>Gapul</i> PIB	56
Grafic 4.8	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	58
Grafic 4.9	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	59

