

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

februarie 2026

Anul XXII, nr. 83

Raport asupra inflației

Februarie 2026

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.: 021/315 27 50

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)
ISSN 1584-093X (versiune online)

Cuvânt înainte

Asigurarea și menținerea stabilității prețurilor constituie obiectivul fundamental al Băncii Naționale a României, politica monetară implementându-se, începând cu luna august 2005, în contextul strategiei de țintire directă a inflației. În cadrul acesteia, comunicarea activă a autorității monetare cu publicul deține un rol esențial, principalul instrument utilizat în acest scop de Banca Națională a României fiind *Raportul asupra inflației*.

Pe lângă analiza celor mai recente evoluții economice, monetare și financiare și explicarea rațiunilor și manierei de implementare a politicii monetare în perioada precedentă, *Raportul* prezintă proiecția trimestrială a Băncii Naționale a României privind evoluția inflației pe un orizont de opt trimestre – inclusiv incertitudinile și riscurile asociate acesteia – și evaluează contextul macroeconomic recent și viitor din perspectiva deciziei de politică monetară.

Prin elaborarea și publicarea trimestrială – în concordanță cu frecvența ciclului de prognoză – a *Raportului asupra inflației*, Banca Națională a României își propune să ofere tuturor celor interesați posibilitatea de a înțelege cât mai bine cadrul său de analiză și implicit fundamentele deciziilor de politică monetară. Asigurarea transparenței și predictibilității politicii monetare este de natură a consolida credibilitatea politicii monetare și de a contribui astfel la ancorarea eficace a anticipațiilor privind inflația și la diminuarea costurilor asigurării și menținerii stabilității prețurilor.

Analiza prezentată în *Raportul asupra inflației* se bazează pe 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 17 februarie 2026, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 4 februarie 2026.

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

Cuprins

Sinteză	7
1. Evoluția inflației	14
2. Evoluții ale activității economice	18
1. Cererea și oferta	18
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	25
2.1. Prețurile de import	25
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	27
3. Politica monetară și evoluții financiare	31
1. Politica monetară	31
2. Piețe financiare și evoluții monetare	36
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	45
1.1. Ipoteze externe	45
1.2. Perspectivele inflației	46
Casetă. Evaluarea acurateței prognozelor macroeconomice pentru rata anuală a inflației IPC în luna decembrie 2025	51
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	54
2. Riscuri asociate proiecției	59
Abrevieri	62
Lista tabelelor din text	63
Lista graficelor din text	63

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC s-a temperat ușor pe parcursul trimestrului IV 2025, până la 9,69 la sută în luna decembrie, de la 9,88 la sută în septembrie, nivel cu doar 0,1 puncte procentuale peste cel anticipat în *Raportul* precedent. Această evoluție a fost susținută în principal de componentele cu prețuri volatile ale coșului de consum, pe fondul unor condiții favorabile pe partea ofertei. În schimb, rata anuală a inflației CORE2 ajustat nu a contribuit la dezinflația din acest interval, fiind marcată de o serie de șocuri atipice, cu caracter punctual, localizate la nivelul unui număr restrâns de categorii. În rândul componentelor exogene, principala contribuție dezinflaționistă a provenit din evoluția prețurilor combustibililor, pe fondul scăderii cotației petrolului Brent, la care s-a adăugat temperarea dinamicii anuale a prețurilor energiei electrice. În același timp, o recoltă favorabilă de legume pe plan local, respectiv de fructe pe plan regional a condus la reducerea contribuției grupei LFO la rata anuală a inflației IPC. Rata medie anuală a inflației a continuat să urce și în trimestrul IV, indicatorul determinat pe baza metodologiei naționale atingând 7,3 la sută în decembrie, iar cel calculat conform structurii armonizate majorându-se la 6,8 la sută (+1,2 puncte procentuale, respectiv +0,9 puncte procentuale comparativ cu finele trimestrului anterior). Întrucât media europeană a stagnat, ecartul față de aceasta s-a extins la 4,3 puncte procentuale.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să se majoreze în trimestrul IV 2025, ajungând la 8,5 la sută în luna decembrie, de la 8,1 la sută la finele trimestrului III. Dincolo de impactul unor șocuri conjuncturale, evoluția celor mai multe componente ale inflației de bază a semnalat mai degrabă o stagnare sau o ușoară temperare, sub influența comprimării cererii de consum și a unei relative detensionări a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt, ulterior șocurilor ample de pe parcursul trimestrului III. Cea mai accentuată accelerare a fost consemnată în sectorul serviciilor, unde rata anuală a urcat la 10,6 la sută în luna decembrie. Spre finalul trimestrului însă, au devenit vizibile primele semnale de temperare la nivelul unor subcomponente, reflectând o elasticitate relativ mai ridicată a cererii față de prețuri pe segmentul serviciilor de piață. Majorări semnificative s-au înregistrat și în cazul alimentelor procesate, pe seama evoluțiilor nefavorabile ale cotațiilor internaționale ale anumitor materii prime, în timp ce la bunurile nealimentare avansul a rămas modest, reflectând contextul general caracterizat de slăbirea cererii agregate.

Presiunile inflaționiste din partea costurilor cu forța de muncă au consemnat o diminuare în trimestrul III 2025. Astfel, dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă s-a atenuat semnificativ, până la 0,8 la sută (față de 5,8 la sută în trimestrul anterior). Tendința a fost susținută de moderarea creșterilor salariale, dar și de ajustarea personalului în contextul restrângerii activității și/sau al eficientizării proceselor prin automatizare/robotizare/digitalizare. O evoluție similară, sub acțiunea acelorași

factori, a avut și ritmul anual al costului salarial unitar din industrie, care s-a redus de la 10,7 la sută la 6,2 la sută. Contribuții mai pronunțate la această atenuare au provenit din sectorul auto, industria metalurgică, industria ușoară și prelucrarea lemnului. Se mențin însă presiuni notabile în industria alimentară, unde rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă se plasează în continuare în jur de 20 la sută.

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

În ședința din 12 noiembrie 2025, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută pe an. Ratele dobânzilor facilităților permanente au fost, de asemenea, menținute la 5,50 la sută pe an în cazul celei de depozit și la 7,50 la sută pe an în cazul celei de creditare (Lombard). Pe ansamblul trimestrului III 2025, rata anuală a inflației a crescut la 9,88 la sută, de la 5,66 la sută în iunie, în contextul expirării la 1 iulie a schemei de plafonare a prețului la energia electrică și al majorării începând cu 1 august a cotelor de TVA și a accizelor. Efectele directe tranzitorii ale celor două șocuri inflaționiste succesive pe partea ofertei au afectat prioritar dinamica agregată a componentelor exogene ale IPC, în principal prin scumpirea drastică a energiei electrice și mai modestă a combustibililor, al căror impact a fost în mică măsură atenuat de decelerarea semnificativă a creșterii prețurilor LFO, în condițiile ieftinirii fructelor și legumelor. La rândul ei, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accelerat creșterea în trimestrul III 2025, urcând la 8,1 la sută în septembrie, de la 5,6 la sută în iunie. Ascensiunea reflecta transferarea aproape integrală a majorării cotelor de TVA asupra prețurilor de consum, inclusiv pe fondul rezilienței cererii pe anumite segmente și al nivelului crescut al așteptărilor inflaționiste pe termen scurt. Influențe suplimentare moderate au venit din dinamica încă ridicată a costurilor salariale și din efecte indirecte ale scumpirii energiei electrice și combustibililor, precum și din mărirea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare și a cursului de schimb leu/euro.

Incertitudini rămăneau asociate măsurilor care urmau a fi probabil adoptate în perspectivă în scopul continuării consolidării bugetare în conformitate cu Planul bugetar-structural național pe termen mediu convenit cu CE și cu procedura de deficit excesiv. Incertitudini și riscuri însemnate la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau să provină din mediul extern, având în vedere, pe de o parte, tensiunile comerciale globale, precum și războiul din Ucraina, iar pe de altă parte, planurile de creștere a cheltuielilor pentru investiții în apărare și infrastructură în statele UE. În această conjunctură, absorbția și utilizarea la maximum a fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, sunt esențiale pentru contrabalansarea parțială a efectelor contracționiste ale consolidării bugetare și ale conflictelor geopolitice/comerciale, precum și pentru realizarea reformelor structurale necesare, inclusiv a tranziției energetice. Relevante rămăneau, de asemenea, deciziile de politică monetară ale BCE și Fed, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

Ulterior, rata anuală a inflației s-a redus ușor în ultimele trei luni ale anului 2025, ajungând la 9,69 la sută în decembrie, de la 9,88 la sută în septembrie, în condițiile în care scăderile semnificative de dinamică consemnate în acest interval pe segmentele

combustibili și LFO au fost în mare parte contrabalansate de evoluția ascendentă a ratei anuale a inflației de bază. Concomitent, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să se mărească pe parcursul trimestrului IV 2025, urcând în decembrie la 8,5 la sută, de la 8,1 la sută în septembrie. Ascensiunea reflecta influențele persistente venite din dinamica costurilor salariale și din nivelul ridicat al așteptărilor inflaționiste pe termen scurt, alături de cele decurgând din creșterea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare și a cursului de schimb leu/euro, precum și din efecte indirecte ale scumpirii energiei electrice. La rândul său, activitatea economică s-a comprimat în trimestrul III 2025 cu 0,2 la sută, după ce a crescut cu 1,1 la sută în trimestrul precedent (variație trimestrială), astfel încât deficitul de cerere agregată și-a accentuat probabil adâncirea în acest interval relativ în linie cu previziunile. Față de aceeași perioadă a anului trecut, avansul PIB s-a mărit la 1,7 la sută în trimestrul III 2025, de la 0,3 la sută în trimestrul II, în principal cu aportul formării brute de capital fix, a cărei dinamică anuală a urcat semnificativ în teritoriu pozitiv, de la valoarea marginal negativă la care a coborât în trimestrul precedent. Totodată, consumul privat și-a accelerat întrucâtva creșterea în termeni anuali, iar evoluția exportului net a redevenit expansionistă în trimestrul III 2025, în condițiile în care variația anuală în ascensiune a volumului exporturilor de bunuri și servicii a devansat-o consistent pe cea a volumului importurilor, care și-a prelungit scăderea. Drept consecință, deficitul comercial și-a accentuat contracția în termeni anuali în trimestrul III 2025, iar deficitul de cont curent a continuat să se reducă în raport cu perioada similară a anului precedent, deși într-un ritm încetinit față de trimestrul II, atribuibil deteriorării balanței veniturilor primare.

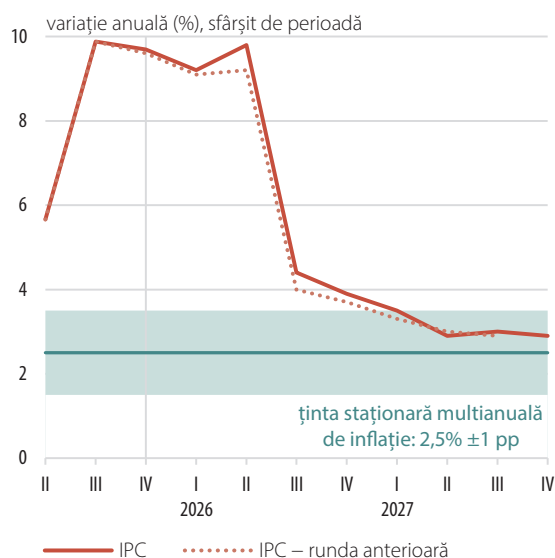
La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 19 ianuarie 2026, noile evaluări relevau perspectiva descreșterii lente a ratei anuale a inflației în primele trei luni din anul 2026, pe fondul influențelor decurgând din evoluția cotațiilor unor mărfuri, inclusiv agroalimentare, și din efecte de bază, suprapuse efectelor directe tranzitorii peste așteptări generate de expirarea schemei de plafonare a prețului la energia electrică și de majorarea cotelor de TVA și a accizelor în trimestrul III 2025, care se vor epuiza în a doua parte a anului 2026.

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 19 ianuarie 2026 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută pe an. Totodată, s-a decis menținerea ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 5,50 la sută pe an și la 7,50 la sută pe an pentru facilitatea de creditare (Lombard). De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea nivelurilor ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

Perspectivile inflației

Creșterea economică globală este așteptată să se mențină relativ robustă, însă într-un context internațional caracterizat de un nivel ridicat de incertitudine și de divergențe tot mai pronunțate între economii. În Europa Centrală și de Est, dinamica PIB real continuă să evolueze în teritoriu pozitiv, dar în acele economii angajate în procese de consolidare fiscală, inclusiv România, perspectivele pe termen scurt sunt influențate de temperarea cererii interne, care încetinește ritmul redresării

Proгноza ratei inflației



economice. În paralel, încheierea în acest an a programului „Next Generation EU” marchează finalul unui ciclu excepțional de sprijin fiscal și investițional, indicând tranziția către un cadru în care evoluția creșterii economice va depinde într-o măsură mai mare de politicile naționale, investițiile private și de valorificarea fondurilor din cadrul financiar multianual 2021-2027. În acest context, pentru economii caracterizate de deficite externe ridicate și o dependență semnificativă de finanțare și cerere din zona euro, precum România, mediul internațional rămâne o sursă relevantă de riscuri pentru perspectivele de creștere și pentru procesul de dezinflație.

În Statele Unite, ritmul activității economice se situează în continuare peste cel al altor economii avansate, fiind sprijinit de investițiile în tehnologie și de un impuls fiscal încă favorabil, în timp ce

Rezerva Federală a inițiat în ultima parte a anului anterior o relaxare graduală a politicii monetare, pe fondul detensionării condițiilor de pe piața muncii. În zona euro, creșterea rămâne relativ modestă, reflectând stagnarea sectorului prelucrător și slăbiciunea cererii extracomunitare, în timp ce dezinflația progresează, per ansamblu, într-un ritm satisfăcător, dar cu anumite divergențe între subcomponente – în special în cazul serviciilor. La nivel global, reducerea inflației este frânată de factori structurali și conjuncturali, precum reconfigurarea lanțurilor comerciale, volatilitatea prețurilor la energie și șocurile climatice, astfel încât, în pofida unei traiectorii descendente, balanța riscurilor rămâne orientată preponderent în sens ascendent.

Pe plan intern, conform scenariului de bază actualizat, rata anuală a inflației IPC este proiectată să urmeze o traiectorie descendentă pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză, întreruptă de un episod temporar de volatilitate pe termen scurt, asociat evoluțiilor unor componente exogene ale coșului. După moderarea consemnată la finele anului 2025 – 9,69 la sută în decembrie –, inflația este așteptată să scadă în trimestrul I 2026, până la circa 9,2 la sută în luna martie, urmând ca în trimestrul II să înregistreze o creștere tranzitorie, până la 9,8 la sută, determinată preponderent de efecte de bază la nivelul gazelor naturale, ulterior reducerii semnificative a prețurilor din aprilie 2025. În trimestrul III 2026, rata anuală a inflației este așteptată să se reducă substanțial, ca urmare a ieșirii din baza de calcul a scumpirilor la energie și a majorării impozitelor indirecte din anul precedent, corecție amplificată de persistența și chiar adâncirea în acest interval a deficitului de cerere. Acest factor, alături de ajustarea treptată a anticipațiilor inflaționiste, vor susține menținerea unei dinamici descendente a inflației IPC și pe restul intervalului de prognoză. În aceste condiții, rata anuală a inflației este proiectată la 3,9 la sută la sfârșitul anului curent și la 2,9 la sută în decembrie 2027, atingerea limitei superioare a intervalului țintei fiind anticipată pentru trimestrul I 2027, iar revenirea în interiorul acestuia în trimestrul II 2027. Comparativ cu *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2025, traiectoria inflației IPC este revizuită ușor în sens ascendent pe aproape întreg

intervalul de prognoză, mai vizibil în trimestrele II-III 2026, ca urmare a contribuțiilor mai ridicate ale inflației de bază și, într-o anumită măsură și localizate în prima parte a intervalului, ale gazelor naturale, ale produselor din tutun și ale prețurilor administrate.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată să se mențină la niveluri ridicate în prima parte a anului curent, însă sub cel consemnat în decembrie 2025, cu o ușoară scădere în trimestrul I – până la 8,2 la sută –, și o evoluție cvasistaționară în trimestrul II, plasându-se la 8,1 la sută în luna iunie. Această dinamică reflectă, pe de o parte, materializarea unor șocuri neanticipate ulterior *Raportului* din noiembrie și, pe de altă parte, persistența unor rigidități în mecanismul de formare a prețurilor, asociate în principal transmisiei întârziate a creșterilor salariale anterioare, presiunilor încă ridicate din partea costurilor cu energia – inclusiv ca efect al liberalizării pieței energiei electrice din iulie 2025, cu impact și asupra companiilor –, precum și unei ușoare revizuirii în sens ascendent a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt. Un aport suplimentar, de magnitudine moderată, provine din eliminarea, începând cu 1 aprilie anul curent, a plafonării adaosului comercial la alimentele de bază. Începând cu trimestrul III 2026, inflația de bază este anticipată să intre pe o traiectorie de reducere mai pronunțată, pe fondul ieșirii din baza de calcul a impactului majorării impozitelor indirecte din anul precedent și al acumulării efectelor dezinflaționiste ale consolidării fiscale, reflectate în adâncirea deficitului de cerere și în ajustarea anticipațiilor inflaționiste. În acest context, proiecția actualizată plasează rata anuală a inflației CORE2 ajustat la 4,0 la sută la finele anului curent și la 2,1 la sută în decembrie 2027, revizuirile în sus față de runda precedentă reflectând persistența mai ridicată a inflației serviciilor și reevaluarea ascendentă a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt.

Prognoza actualizată pentru perioada 2025-2026 indică menținerea unui impact restrictiv semnificativ al măsurilor succesive de consolidare fiscală asupra cererii interne și, implicit, asupra dinamicii activității economice. După contracția PIB din trimestrul III 2025, slăbiciunea ciclului economic este proiectată să se accentueze în trimestrul IV 2025, urmând ca la începutul anului curent activitatea economică să stagneze. Această evoluție reflectă intensificarea impulsului fiscal restrictiv, care a condus inclusiv la adâncirea *gapului* negativ al PIB. Erodarea venitului disponibil real continuă să afecteze consumul – cu manifestări mai pronunțate în comerț și servicii –, în timp ce producția industrială rămâne modestă, pe fondul unei cereri externe încă în proces de revenire; deteriorarea indicatorilor de încredere consolidează acest tablou conjunctural nefavorabil.

În termeni anuali, creșterea economică din 2025 a fost revizuită în jos, iar pentru 2026 este anticipată o dinamică mai moderată, pe fondul suprapunerii pachetelor de ajustare fiscală, care mențin presiuni inflaționiste în prima parte a anului și comprimă venitul disponibil real al populației. Compoziția creșterii se reconfigurează, similar evaluării din *Raportul* anterior, de la consum către investiții. În condițiile încetinirii pronunțate anticipate a consumului gospodăriilor, formarea brută de capital fix devine, încă din 2025, principalul determinant al creșterii, ipoteză susținută de perspectiva unei absorbții într-o proporție ridicată a fondurilor aferente PNRR revizuit. Acest impuls investițional este de așteptat să genereze efecte de antrenare și în 2027, când

dinamica PIB este proiectată să revină în proximitatea potențialului, iar consumul gospodăriilor să își consolideze treptat contribuția la creșterea economică.

Corecția cererii interne rămâne mecanismul central de ajustare a dezechilibrului extern, prin temperarea importurilor. În scenariul de bază, contribuția exportului net este anticipată să devină marginal pozitivă în 2026, urmând ca în 2027 să reintre ușor în teritoriu negativ, pe fondul relaxării măsurilor fiscale care susțin veniturile populației și a unei continuări a redresării cererii externe. Pe termen mediu, atât dinamica investițiilor, cât și capacitatea de finanțare din surse stabile a deficitului de cont curent vor depinde esențial de consolidarea încrederii mediului de afaceri și a investitorilor străini, precum și de accelerarea atragerii și utilizării fondurilor disponibile în cadrul financiar multianual 2021-2027. Chiar și într-un scenariu favorabil, experiența internațională sugerează că, în prezența unor constrângeri structurale persistente legate de structura importurilor și competitivitatea exporturilor, ajustarea dezechilibrelor externe are, de regulă, un caracter lent, chiar dacă sustenabil.

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

Balanța riscurilor asociate traiectoriei proiectate a inflației este evaluată ca fiind relativ echilibrată pe termen scurt, însă cu o probabilitate în creștere a unor abateri în sens ascendent la orizonturi mai îndepărtate. Această asimetrie reflectă persistența incertitudinilor interne și externe, în condițiile în care scenariul de bază încorporează deja o reevaluare ascendentă a ratei inflației.

Pe plan intern, riscurile sunt dominate de deciziile de politică fiscală și de cele administrative, într-un context în care procesul inflaționist continuă să fie caracterizat de anumite rigidități. Liberalizarea pieței gazelor naturale rămâne un element central de incertitudine: deși pentru consumatorii casnici a fost amânată până la 31 martie 2027, pentru consumatorii non-casnici aceasta este prevăzută pentru aprilie 2026, urmând să se suprapună peste episoade recente de șocuri energetice, inclusiv creșterile de preț la energia electrică din iulie 2025. Aceasta este de natură să mențină presiuni persistente asupra costurilor de producție ale companiilor, cu potențial de transmitere indirectă în prețurile finale și de întârziere a procesului de dezinflație. În același timp, eliminarea plafonului aplicat adaosului comercial la alimentele de bază, programată de asemenea pentru aprilie 2026, poate amplifica temporar presiunile inflaționiste, în măsura în care firmele vor recurge la ajustări ale prețurilor care vor depăși impactul strict al măsurii.

Persistă, totodată, incertitudini legate de posibila introducere a unor măsuri de sprijin sau stimulare fiscală într-o etapă în care procesul de corecție a deficitelor nu este încă suficient consolidat. O asemenea secvențializare ar putea spori riscurile la adresa stabilității macroeconomice și ar slăbi ancorarea anticipațiilor inflaționiste. În plus, inițiativele investiționale de la nivel european, precum programul SAFE din domeniul apărării, care are la bază acordarea de împrumuturi țărilor membre, ar putea,

de asemenea, influența traiectoria deficitului bugetar și a datoriei publice. În ipoteza unui caracter aditiv al fondurilor atrase în cadrul acestui mecanism, respectiv finanțarea unor proiecte investiționale noi, s-ar putea contura un impuls suplimentar asupra cererii agregate, cu efecte favorabile asupra activității economice, dar și cu riscul reapariției presiunilor inflaționiste și al deteriorării poziției fiscale, în absența unor măsuri compensatorii credibile.

Pe termen mediu, se profilează riscuri suplimentare asociate tranziției energetice și climatice, inclusiv implementării sistemului ETS2 de taxare a emisiilor de carbon, prevăzută pentru anul 2028, cu potențial de majorare a costurilor cu energia ale companiilor. În paralel, piața muncii rămâne o posibilă sursă de presiuni asupra inflației, atât pe termen scurt, cât și pe termen mediu, pe fondul rigidităților structurale și al deficitului de forță de muncă în anumite sectoare, deși materializarea acestora va depinde de capacitatea firmelor de a absorbi creșteri salariale, într-un context de cerere agregată slabă.

Pe plan extern, tensiunile geopolitice și comerciale continuă să alimenteze volatilitatea piețelor de materii prime, în special a energiei, cu efecte de propagare asupra costurilor de producție. Evoluțiile parității euro-dolar reprezintă un risc recent amplificat, influențând inflația internă prin canalele prețurilor de import și ale competitivității externe. O eventuală continuare a aprecierii monedei europene față de dolar ar avea, *ceteris paribus*, un impact dezinflaționist asupra economiei românești.

În ansamblu, materializarea simultană a mai multor riscuri – fiscale, energetice, de pe piața muncii sau geopolitice – ar putea genera abateri semnificative ale inflației de la traiectoria acesteia din scenariul de bază. În acest sens, evoluția viitoare a inflației va depinde esențial de coerența mixului de politici economice, de credibilitatea procesului de consolidare fiscală și de menținerea unei ancorări adecvate a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu.

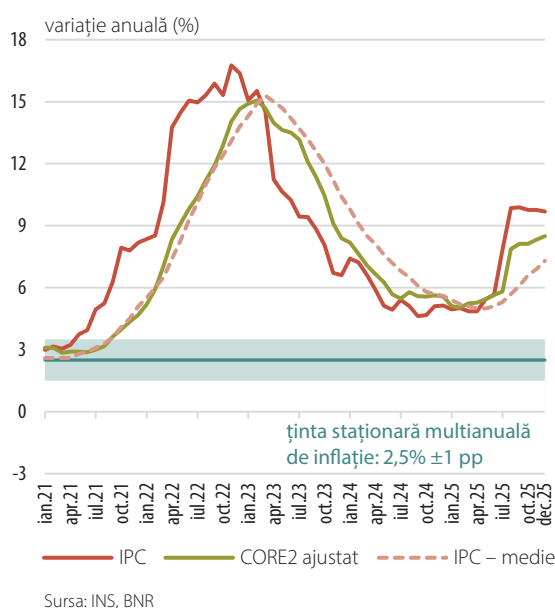
Decizia de politică monetară

Date fiind evoluția recentă și perspectiva inflației, precum și riscurile și incertitudinile asociate noilor previziuni, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 17 februarie 2026 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută. Totodată, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard) la 7,50 la sută și a ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 5,50 la sută. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC s-a temperat ușor pe parcursul trimestrului IV 2025, până la 9,69 la sută în luna decembrie (-0,19 puncte procentuale față de septembrie). Atenuarea dinamicii a fost susținută de componenta cu prețuri volatile a coșului de consum, care a beneficiat de evoluții favorabile ale ofertei. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a menținut parcursul ascendent și a urcat până la 8,5 la sută în luna decembrie (+0,4 puncte procentuale față de sfârșitul trimestrului III), contribuțiile inflaționiste având însă un caracter punctual, fiind localizate la nivelul unui număr restrâns de categorii. În schimb, tendința urmată de variația anuală a prețurilor celor mai multe bunuri și servicii incluse în inflația de bază a fost una de stagnare sau chiar reducere, sub impactul restrângerii cererii de consum și al calmării, într-o anumită măsură, a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt, ulterior celor două șocuri succesive pe partea ofertei din trimestrul III (liberalizarea pieței de energie electrică și majorarea unor impozite indirecte) – Grafic 1.1.

Grafic 1.1. Evoluția inflației



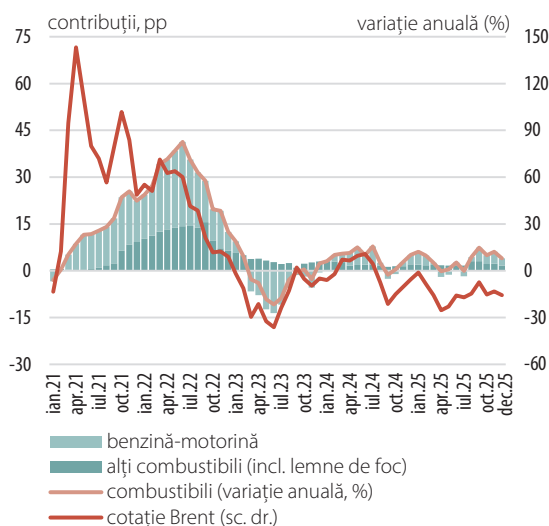
În cadrul variabilelor exogene, principala influență dezinflaționistă a revenit combustibililor, cotația petrolului Brent scăzând în trimestrul IV, pe fondul unei oferte excedentare, rezultată din majorarea treptată a producției statelor OPEC+ și a unor țări non-membre de pe continentul american. În acest context, dinamica anuală a prețurilor a coborât la 4,0 la sută în decembrie (cu 3,4 puncte procentuale sub nivelul din septembrie), în pofida înregistrării unui puseu de creștere a prețului motorinei în luna noiembrie, alimentat de îngrijorările privind efectul pe care noile sancțiuni impuse de SUA și UE producătorilor de produse petroliere din Rusia l-ar putea avea asupra ofertei (Grafic 1.2).

Tot în planul bunurilor energetice, variația anuală a prețurilor pentru energia electrică s-a diminuat treptat, pe măsură ce unii furnizori au redus tarifele, probabil cu scopul conservării portofoliului

de clienți (în condițiile extinderii fenomenului de migrare a consumatorilor către furnizorul cu cel mai mic preț). În sens contrar a acționat segmentul gazelor naturale, unde unul dintre furnizorii principali a operat majorări succesive, plafonul fiind deja atins în decembrie. Mai exact, au fost mărite componentele de achiziție, de transport și costurile de înmagazinare. Pe piața internă, cotația spot a înregistrat un salt în luna octombrie, când temperatura medie lunară a aerului s-a situat cu aproape 1°C sub mediana intervalului de referință standard (1991-2020), condiții în care consumul

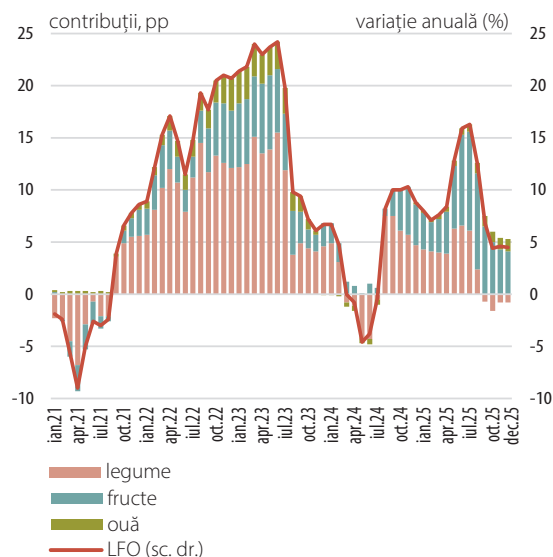
lunar a depășit valorile din lunile similare ale perioadei 2018-2024¹. În plus, intrarea în revizie a perimetrului Hurezani al Petrom a condus la restrângerea temporară a ofertei.

Grafic 1.2. Cotația țițeiului și prețul combustibililor



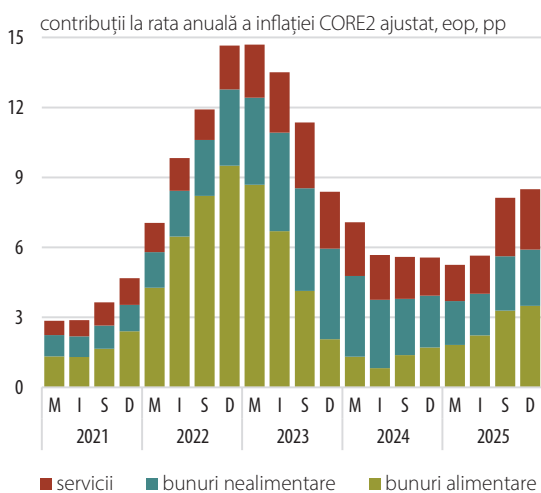
Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

Grafic 1.3. Prețurile volatile alimentare



Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 1.4. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat



Notă: Contribuțiile nu exclud modificările cotelor TVA.

Sursa: INS, calcule BNR

Reducerea IPC a fost susținută și de rezultatele favorabile ale recoltei interne de legume (cartofi, rădăcinoase), dar și ale celei de fructe (în special mere), la nivelul unor parteneri comerciali din regiune. Evoluția a permis dinamicii anuale a prețurilor produselor din aceste categorii să își continue corecția (în cazul legumelor) sau să își tempereze accelerarea (în cazul fructelor), ulterior salturilor substanțiale din prima jumătate a anului. La nivel agregat, prețurile volatile alimentare și-au redus variația anuală cu 2,3 puncte procentuale față de finele trimestrului precedent, ajungând la 4,5 la sută în decembrie 2025 (Grafic 1.3).

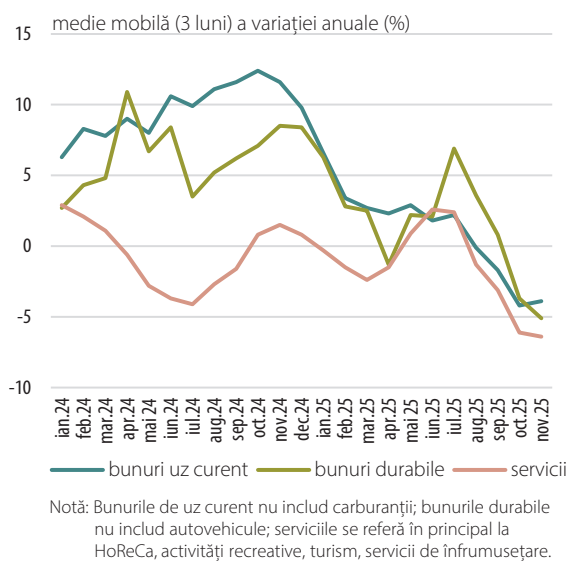
Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a urcat până la 8,5 la sută în luna decembrie (+0,4 puncte procentuale față de sfârșitul trimestrului III), avansul său fiind imprimat de câteva componente din sfera alimentelor procesate și a serviciilor de piață

(Grafic 1.4). În primul caz, variația anuală a prețurilor a accelerat până la 8,5 la sută în decembrie (+0,4 puncte procentuale față de septembrie); scumpiri semnificative au consemnat cafeaua, dulciurile și unele sortimente de carne, în contextul unor tensiuni (de dată anterioară sau cu caracter mai recent) pe piețele internaționale ale materiilor prime de profil. Concret, condițiile meteo adverse au avut un impact negativ asupra

¹ Cu excepția anilor atipici 2020 și 2021

culturilor de cacao din unele state africane, dar și asupra celor de cafea din Brazilia și Vietnam, în timp ce manifestarea unor noi focare de gripă aviară² sau a unor deficite structurale de ofertă a marcat piața europeană de carne. În cazul celorlalte alimente, variațiile anuale nu au consemnat modificări notabile, însă rămân la valori ridicate, ceea ce reflectă nivelul încă înalt al costurilor cu forța de muncă din industria alimentară (unde dinamica anuală a salariului brut este de aproape trei ori mai mare decât media la nivelul economiei, respectiv 18,2 la sută în noiembrie).

Grafic 1.5. Volumul cifrei de afaceri din comerț



Sursa: INS, calcule BNR

Pentru serviciile de piață, ritmul anual a accelerat cu 0,5 puncte procentuale în trimestrul IV (până la 10,6 la sută la finele anului 2025), principalul factor explicativ constând în creșterea prețurilor abonamentelor radio-TV, pentru care unii furnizori au operat majorări atipice din punctul de vedere al magnitudinii. Totuși, în cazul acestui segment al inflației de bază încep să se observe, mai ales în luna decembrie, atenuări de ritm la nivelul anumitor componente (restaurante, activități culturale și artistice, servicii turistice), probabil ca urmare a restrângerii cererii de consum, determinată în mare parte de măsurile de consolidare fiscală implementate de guvern, inclusiv majorarea impozitelor indirecte. De altfel, după cum era de așteptat, reducerea cererii pentru servicii a fost chiar mai amplă decât cea înregistrată în cazul bunurilor (Grafic 1.5), în condițiile în care elasticitatea cererii în raport cu prețurile este mai

ridicată pe acest segment – renunțarea la activitățile recreative reprezintă prima ajustare a preferințelor de consum în cazul scăderii puterii de cumpărare sau al deteriorării perspectivei financiare individuale, respectiv a economiei în ansamblu. O contribuție suplimentară la încetinirea dinamicii prețurilor unor servicii a revenit tendinței de temperare a costurilor cu forța de muncă din acest sector³.

Bunurile nealimentare au consemnat doar o creștere marginală a ratei anuale a inflației (până la 6,8 la sută în decembrie, +0,1 puncte procentuale față de finele trimestrului III), în contextul unor ritmuri în accelerare ale valorii unitare a importurilor (medie mobilă pe trei luni a dinamicii anuale) pentru articole de igienă, detergenți, îmbrăcăminte. Efectul acestui factor a fost însă contrabalansat de cel provenit din partea restrângerii cererii, constrângerile bugetare cu care se confruntă consumatorii având un efect inhibitor asupra achiziției unor produse cu pondere importantă în această categorie (de exemplu, bunuri durabile și semidurabile).

² Gripa aviară a generat și un deficit al ofertei de ouă în mai multe țări europene, iar producătorii din România au valorificat condițiile de piață prin creșterea masivă a exporturilor. Această strategie a redus livrările pe piața locală, antrenând o anumită presiune la nivelul prețurilor (creștere cumulată de circa 7 la sută în trimestrul IV). Efectul asupra grupei LFO a fost anulat de evoluțiile benigne ale celorlalte două componente.

³ Variația anuală a salariului brut la nivelul serviciilor de piață s-a menținut în ultimele două trimestre pe un palier inferior celui din prima jumătate a anului (în jurul valorii de 7,3 la sută).

În sensul temperării evoluțiilor inflaționiste a acționat și ajustarea descendentă a anticipațiilor pe termen scurt, observată în toate sectoarele economice –

mai pronunțată în cazul comerțului (Grafic 1.6).

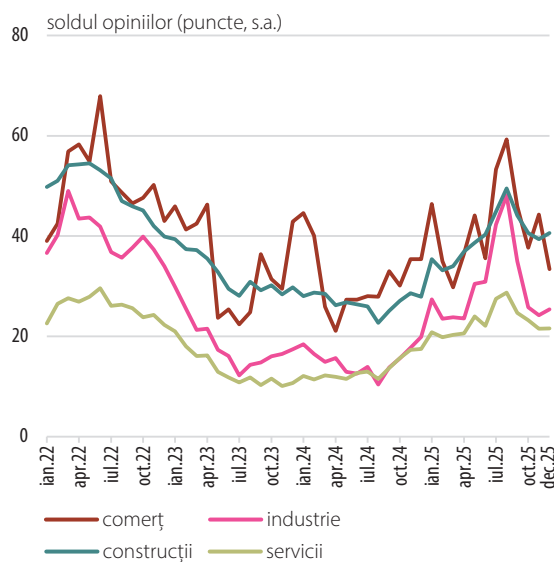
Așteptările pe termen de un an și de doi ani ale analiștilor bancari rămân, în linii mari, similare celor din trimestrul anterior, plasându-se sub nivelul actual al inflației (și chiar în intervalul țintei pentru orizontul mai îndepărtat).

Rata medie anuală a inflației a continuat să urce și în trimestrul IV, indicatorul determinat pe baza metodologiei naționale atingând 7,3 la sută în decembrie, iar cel calculat conform structurii armonizate majorându-se la 6,8 la sută (+1,2 puncte procentuale, respectiv +0,9 puncte procentuale comparativ cu finele trimestrului anterior). Întrucât media europeană a stagnat, ecartul față de aceasta s-a extins la 4,3 puncte procentuale.

Comparativ cu valoarea prognozată în ediția din luna noiembrie a *Raportului asupra inflației*, rata anuală a inflației IPC la sfârșitul trimestrului IV

2025 a înregistrat un nivel efectiv superior cu doar 0,1 puncte procentuale. Ecartul a fost determinat de creșteri de prețuri peste nivelul anticipat în cazul unor bunuri alimentare și servicii.

Grafic 1.6. Anticipații privind evoluția prețurilor

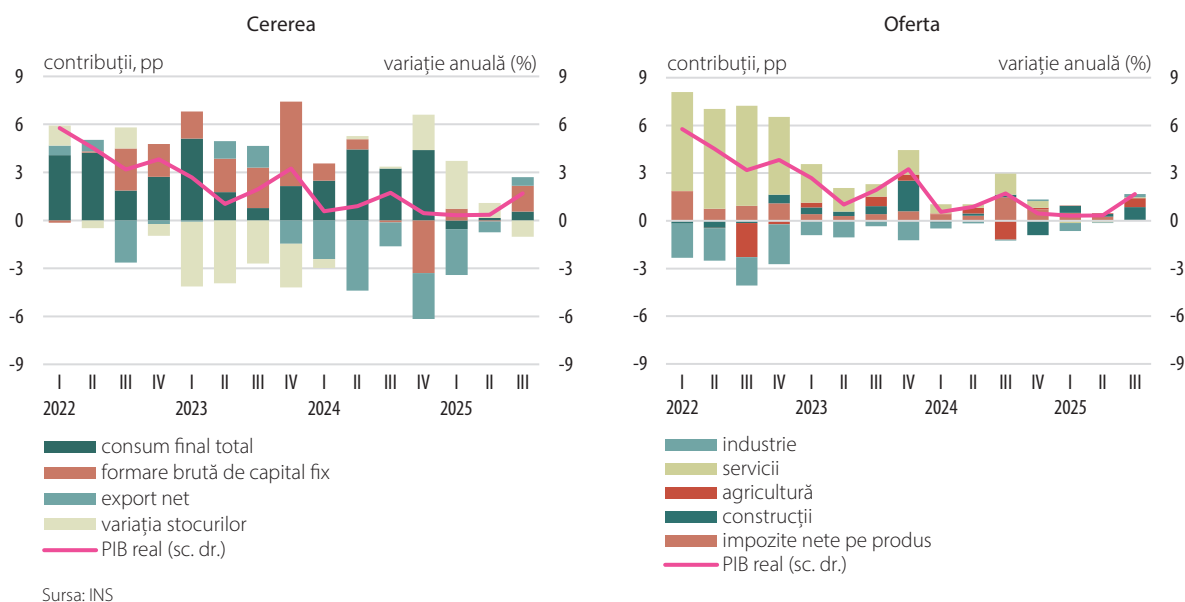


2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

În trimestrul III 2025, economia României și-a intensificat ritmul anual de creștere până la 1,7 la sută⁴, astfel încât avansul din primele nouă luni s-a apropiat de 1 procent (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



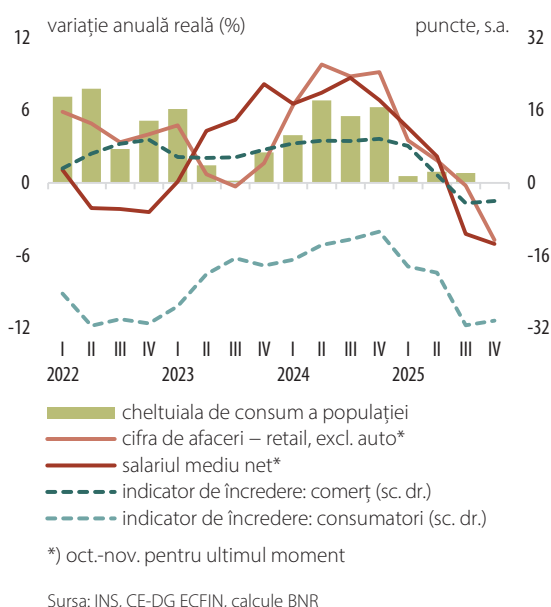
La nivelul ofertei, evoluția a fost atribuită în principal activității de construcții și agriculturii (contribuții de 0,8 puncte procentuale și, respectiv, 0,6 puncte procentuale la variația anuală a PIB real din trimestrul III), în timp ce VAB aferentă serviciilor a rămas aproape nemodificată, iar industria, deși în ușoară revenire, nu a avut un parcurs convingător. În acest din urmă caz, creșterea VAB cu 1,2 la sută în termeni anuali s-a datorat unui efect de bază (scădere în trimestrul III 2024 mai pronunțată decât cea din perioada curentă), o traiectorie anemică fiind vizibilă la nivelul livrărilor atât pe piața locală, cât și pe cea externă (reduceri trimestriale de peste 2 la sută ale cifrei de afaceri industriale în perioada curentă, în ambele cazuri).

Din perspectiva cererii, creșterea economică a fost susținută, în principal, de dinamizarea investițiilor, însă contribuții pozitive au înregistrat și consumul privat, precum și exportul net, a cărui redresare a fost imprimată de impulsul dat exporturilor de

⁴ În această secțiune, comentariile privind evoluția în termeni anuali a PIB au la bază seriile de volum exprimate în prețurile trimestrului corespunzător din anul precedent.

producția remarcabilă de cereale păioase și rapiță, concomitent cu o anumită încetinire a importurilor.

Grafic 2.2. Consumul populației



Consumul populației s-a majorat cu 1,4 la sută în trimestrul III (variație anuală); comparativ cu intervalul precedent, ritmul anual a marcat o accelerare cu 0,4 puncte procentuale, localizată însă la nivelul unor categorii de cheltuieli neefectuate în mod nemijlocit de gospodăriile populației⁵. În schimb, cheltuielile de consum ale populației și-au moderat dinamica anuală până la 0,8 la sută, creșterea abruptă a prețului energiei electrice în iulie 2025 și majorarea impozitelor indirecte (TVA și accize) în august rezultând într-o erodare a puterii de cumpărare. Totodată, așteptările pesimiste ale consumatorilor cu privire la situația financiară personală și la cea economică, în general, au condus la deteriorarea indicatorului de încredere până la valori comparabile cu cele din momentul declanșării crizei determinate de Covid sau din lunile imediat următoare invadării Ucrainei de către Rusia (Grafic 2.2).

Cererea de consum va continua probabil să evolueze modest în viitorul apropiat, după cum reflectă restrângerea activității comerciale în perioada octombrie-noiembrie (cu 4,7 la sută în termeni anuali). Astfel, comerțul alimentar s-a comprimat cu 6 la sută, conturându-se unele indicii ale adoptării unui comportament de consum specific perioadelor de recul al puterii de cumpărare (creșterea înclinației către *downtrading* și către urmărirea ofertelor promoționale). O scădere au înregistrat și vânzările de bunuri nealimentare (-3,9 la sută, variație anuală), iar o inversare a traiectoriei este puțin probabilă pe orizontul scurt, în contextul în care, potrivit informațiilor din piață, vânzările din perioada promoțională de *Black Friday* s-au poziționat, în termeni nominali, pe un palier similar celui din anul precedent. Totuși, la nivelul sectorului comercial, nu este exclusă o atenuare a declinului activității pe final de an, după cum sugerează îmbunătățirea indicatorului de încredere DG ECFIN pe următoarele trei luni aferent operatorilor de profil (de la -7,3 puncte în octombrie la -2,6 puncte și -2 puncte în noiembrie și, respectiv, decembrie).

În trimestrul III 2025, execuția bugetară a continuat să se amelioreze în raport cu perioada similară a anului anterior⁶, generând un deficit de 32,7 miliarde lei (1,7 la sută din PIB) față de valoarea de 32,6 miliarde lei înregistrată în trimestrul III 2024 (1,9 la sută din PIB).

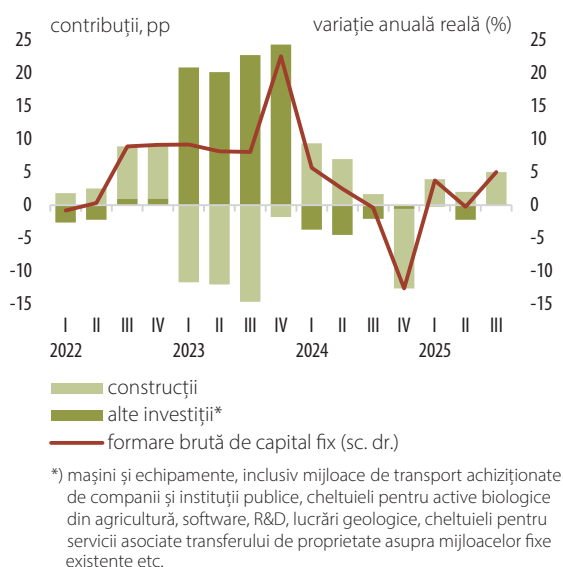
⁵ Aceste categorii vizează cheltuielile de consum ale instituțiilor fără scop lucrativ în serviciul gospodăriilor populației (asociații, sindicate, partide politice, culte, cluburi sociale, organizații de caritate etc.), precum și cheltuielile de consum individual al administrațiilor publice (care vizează sectoarele de educație, sănătate, cultură, sport, colectarea de deșeuri menajere etc.).

⁶ În trimestrul II 2025, execuția bugetului general consolidat și-a întrerupt trendul de deteriorare, soldându-se cu un deficit de 26,1 miliarde lei (1,4 la sută din PIB), inferior celui din intervalul similar al anului anterior (27,8 miliarde lei, respectiv 1,6 la sută din PIB).

Față de precedentele trei luni, cheltuielile bugetare totale au consemnat o scădere⁷, prioritar pe seama cheltuielilor cu proiecte finanțate din fonduri externe nerambursabile⁸, dar și cu aportul unor componente de natură curentă⁹, precum și al cheltuielilor de capital¹⁰ într-o oarecare măsură. Soldul bugetar negativ s-a reamplificat totuși, relativ în linie cu patternul din anii anteriori, în condițiile descreșterii ceva mai pronunțate a veniturilor bugetare¹¹, în principal sub influența sumelor primite de la UE¹², precum și a evoluției încasărilor din venituri nefiscale și din contribuții de asigurări¹³.

În ultimul trimestru din 2025, execuția bugetară și-a accentuat tendința de ameliorare, soldându-se cu un deficit de 43,6 miliarde lei (2,3 la sută din PIB) comparativ cu cel de 56,3 miliarde lei (3,2 la sută din PIB) înregistrat în trimestrul IV 2024. În aceste condiții, pe ansamblul anului 2025, deficitul bugetului general consolidat a atins valoarea de 146,0 miliarde lei (7,6 la sută din PIB), vizibil inferioară celei consemnate în anul anterior, de 152,5 miliarde lei (8,7 la sută din PIB).

Grafic 2.3. Investiții



Sursa: Eurostat, INS, calcule BNR

Cu o creștere de 5 la sută în termeni anuali, formarea brută de capital fix a devenit principalul factor de susținere a creșterii PIB real (1,6 puncte procentuale), Grafic 2.3. Evoluția a fost determinată, în principal, de investițiile în construcții (cu o accelerare de ritm până la circa 10 la sută), dar o contribuție a revenit și achizițiilor de echipamente (inclusiv mijloace de transport cumpărate de firme și instituții), în creștere cu 1,3 la sută (variație anuală). Dinamica pozitivă a formării brute de capital fix este posibil să se mențină în perioada următoare, semnale mai ferme în acest sens regăsindu-se pe segmentul construcțiilor ingineresti. La baza perspectivei moderat-optimiste se află ipoteza intensificării absorbției fondurilor alocate prin PNRR, teoretic realizabilă având în vedere parcursul observat în exerciții anterioare de finanțare europeană – majorare vizibilă a absorbției odată cu apropierea

- ⁷ În contrast cu evoluțiile din ultimii trei ani; totodată, dinamica anuală reală a cheltuielilor bugetare totale s-a redus considerabil (la 0,1 la sută, de la 8,4 la sută în trimestrul II 2025), inclusiv pe fondul saltului înregistrat de rata anuală a inflației în raport cu trimestrul precedent.
- ⁸ Scăderea acestora a avut un impact totuși redus asupra soldului bugetar, dată fiind evoluția relativ similară a sumelor primite de la UE; în termeni anuali reali, aceste cheltuieli s-au mărit însă considerabil pe mai departe, inclusiv cu aportul proiectelor finanțate din granturi PNRR.
- ⁹ Ca urmare a scăderilor înregistrate de cheltuielile de personal, de cele din categoria alte transferuri – implicând și coborârea dinamicilor lor anuale în teritoriu negativ –, și de cheltuielile cu asistența socială, al căror impact cumulat l-a depășit pe cel generat de majorarea cheltuielilor cu bunuri și servicii, cu dobânzi și cu proiecte finanțate din împrumuturi PNRR.
- ¹⁰ Acestea au înregistrat o scădere și în termeni anuali reali.
- ¹¹ Totodată, dinamica lor anuală reală s-a redus la 2,0 la sută, de la 12,1 la sută în trimestrul anterior.
- ¹² Dinamică anuală reală a acestor sume a rămas însă ridicată.
- ¹³ În schimb, veniturile fiscale s-au redus doar ușor față de trimestrul anterior, în condițiile în care diminuarea încasărilor din impozitul pe profit și, respectiv, pe salarii și venit (care au continuat totuși să se majoreze în termeni anuali reali), precum și scăderea veniturilor din alte impozite și taxe pe bunuri și servicii au fost contrabalansate în cea mai mare parte de plusul de venituri din TVA și din accize.

de final a perioadei de plată. Concret, din totalul de 21,4 miliarde euro disponibil prin PNRR în urma renegocierii din toamna anului 2025 (fonduri structurate în șase cereri de plată), până în decembrie s-a încasat jumătate, cu perspectiva absorbirii a încă 2,6 miliarde euro în primul trimestru din 2026, în situația în care Comisia Europeană va evalua favorabil îndeplinirea obiectivelor aferente cererii de plată nr. 4 (depusă de România către finalul anului 2025).

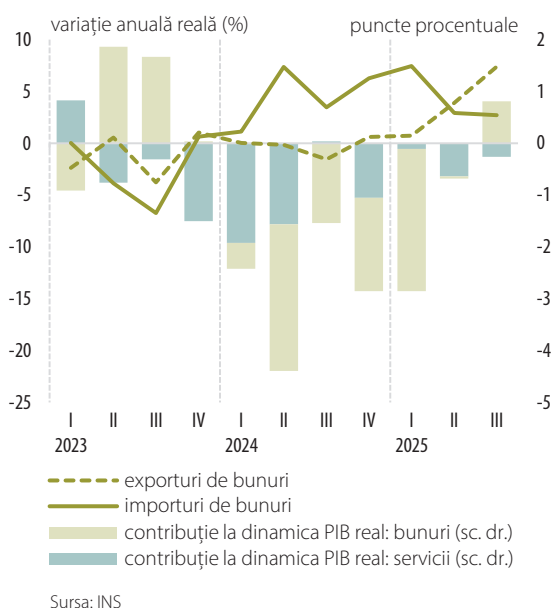
Anumite așteptări pozitive pot fi identificate și pe segmentul construcțiilor de clădiri, după cum sugerează extinderea suprafeței autorizate în perioada decembrie 2024 – noiembrie 2025 (cu 10,6 la sută, variație anuală, atribuită mai ales proiectelor nerezidențiale, îndeosebi pentru spații cu destinație logistică sau comercială). Totodată, semnale favorabile se manifestă și la nivelul investițiilor în echipamente, de-a lungul a două coordonate – modernizarea sectorului energetic și reconfigurarea unor sectoare industriale. În primul caz, sunt în derulare sau urmează a fi demarate în anul 2026 proiecte vizând în principal valorificarea potențialului de energie verde și creșterea capacității de stocare a energiei electrice obținute din surse regenerabile. În al doilea caz, este notabil procesul de distrugere creativă pe care îl parcurge industria locală a componentelor auto, în linie cu evoluțiile pe plan european, care urmează să conducă probabil la un sector mai restrâns, dar mai competitiv.

Cu toate acestea, perspectiva de ansamblu asupra climatului investițional autohton, conturată în rândul participanților la barometrul realizat de Consiliul Investitorilor Străini, este rezervată – în luna octombrie 2025, din numărul total al respondenților, doar un sfert au anticipat creșterea investițiilor în următoarele 12 luni (minimul ultimilor 10 ani), iar două treimi au considerat că mediul de afaceri s-a înrăutățit în perioada recentă. O notă mai optimistă conferă acestui tablou creșterea influxurilor

nete sub forma participațiilor la capitalul firmelor ISD (cu circa 26 la sută în ianuarie-noiembrie 2025 comparativ cu perioada similară a anului 2024¹⁴).

Avansul în termeni anuali al PIB real în trimestrul III s-a datorat și exportului net, a cărui contribuție a devenit pozitivă (0,6 puncte procentuale), în principal ca urmare a intensificării de ritm al exporturilor de bunuri (până la 7,4 la sută), dar și a unei ușoare atenuări a creșterii importurilor de bunuri (până la 2,7 la sută), în asociere cu traiectoria cheltuielilor de consum ale populației (Grafic 2.4). Pe orizontul de prognoză, exporturile își vor menține probabil dinamica pozitivă, susținerea din partea materiilor prime vegetale (în contextul în care sunt estimări favorabile și pentru producția de floarea-soarelui¹⁵) fiind însoțită de o posibilă revenire, fragilă, a industriei europene.

Grafic 2.4. Comerț exterior

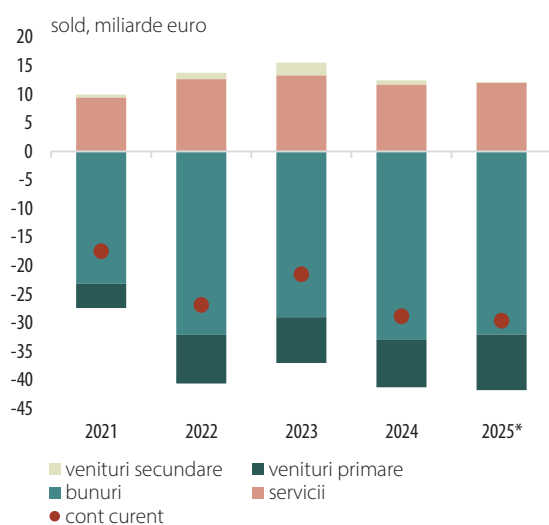


¹⁴ Inclusiv estimări privind reinvestirea profitului

¹⁵ Sursa: Eurostat

Dincolo de livrările de cereale păioase și rapiță, în trimestrul III influențe stimulative au exercitat exporturile de bunuri energetice (gaze naturale și produse petroliere), produse alimentare, produse farmaceutice și din cauciuc, echipamente electrice, toate aceste categorii consemnând și variații curente pozitive. Totodată, exporturile de autovehicule au marcat o nouă creștere de volum (cu circa 10 la sută, variație anuală) – efect al modificărilor de gamă efectuate în perioada recentă, concretizate într-o îmbunătățire a poziției competitive pe piața externă.

Grafic 2.5. Contul curent



Sursa: BNR

Avansul mai alert al volumului exporturilor comparativ cu cel al importurilor de bunuri, evoluție înregistrată și în trimestrul II, a determinat reducerea graduală a dezechilibrului comercial în primele nouă luni, în pofida parcursului negativ al raportului de schimb¹⁶. În consecință, în perioada ianuarie-noiembrie, deficitul bunurilor s-a plasat cu 0,9 la sută sub cel din perioada corespunzătoare a anului anterior (potrivit balanței de plăți). Cu toate acestea, contul curent a continuat să se deterioreze (cu 4,1 la sută), ca urmare a majorării deficitului veniturilor primare (îndeosebi pe seama plăților de dobânzi pentru titluri guvernamentale și a celor sub forma dividendelor și a profitului reinvestit de firme ISD), precum și a scăderii surplusului veniturilor secundare, atribuită în principal transferurilor nete din partea lucrătorilor din străinătate. Surplusul contului de servicii nu s-a modificat față de primele

11 luni ale anului 2024, încasările în creștere pe

segmentele transport rutier de mărfuri și IT&C fiind contrabalansate, în linii mari, de adâncirea deficitului aferent activității de turism (Grafic 2.5).

Evoluții pe piața muncii

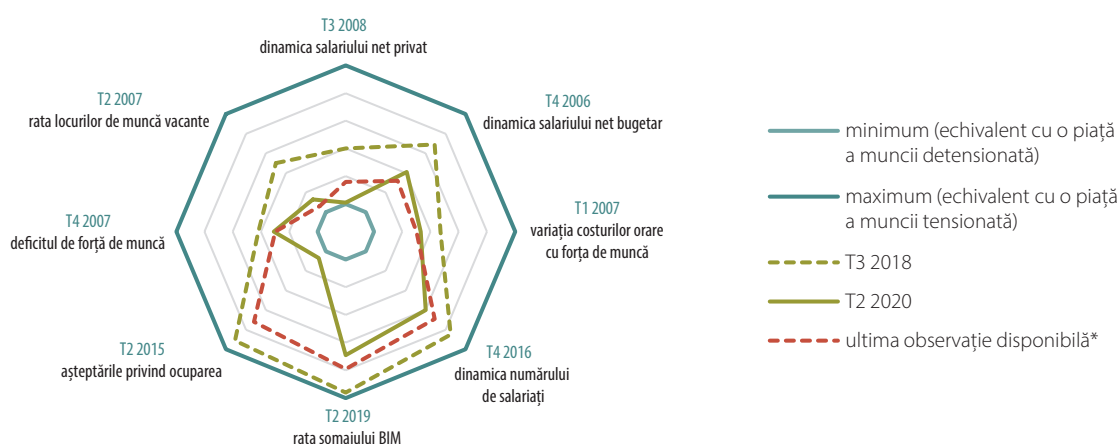
Tendențele care au caracterizat piața muncii în prima jumătate a anului 2025 s-au prelungit și în trimestrul III: cererea de forță de muncă s-a restrâns, rata șomajului a crescut ușor, iar dinamica anuală a salariilor a urmat o traiectorie descendentă. În perspectivă, așteptările privind nivelul ocupării indică evoluții modeste pentru perioada următoare, ceea ce ar urma să se reflecte și în plan salarial, alături de menținerea restricțiilor din sectorul bugetar.

Rata locurilor de muncă vacante s-a menținut la 0,6 la sută în primele trei trimestre ale anului 2025, sub nivelul observat în 2024. În paralel, rata șomajului BIM a urcat pe parcursul anului până la 6,1 la sută în trimestrul III, ușor peste valoarea din primul semestru (6 la sută), dar sensibil peste media anului precedent (5,4 la sută); datele recente, cu caracter provizoriu, indică plasarea ratei șomajului la 6 la sută în intervalul octombrie-noiembrie. Deși gradul de tensionare a rămas în linii mari neschimbat în

¹⁶ Potrivit clasificării pe mari categorii economice (BEC) a datelor de comerț internațional, în trimestrele I-III volumul exporturilor de bunuri s-a majorat cu 2,6 la sută, cu 0,6 puncte procentuale mai rapid decât cel al importurilor (variații anuale). În schimb, valoarea unitară a exporturilor a crescut mai lent comparativ cu cea a importurilor (1,5 la sută față de 2,2 la sută).

primele trei trimestre din 2025, acesta este vizibil mai redus comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, iar condițiile mai relaxate de pe piața muncii sunt sugerate și de alți indicatori (Grafic 2.6). Conform celui mai recent sondaj DG ECFIN, deficitul de forță de muncă raportat de companii s-a restrâns ușor în trimestrul IV, influența sa limitativă asupra activității devenind mai puțin presantă în 2025 comparativ cu anul anterior; în schimb, constrângerile financiare și cererea insuficientă au căpătat mai multă importanță, sugerând că ajustarea percepției asupra deficitului de forță de muncă are caracter ciclic și nu reflectă neapărat o îmbunătățire a problemelor structurale.

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



*) T4 2025 pentru așteptările privind ocuparea și deficitul de forță de muncă; oct.-nov. 2025 pentru dinamica salariului net în sectorul privat și public, pentru dinamica angajaților și pentru rata șomajului BIM (date cu frecvență lunară); T3 2025 pentru rata locurilor de muncă vacante și pentru dinamica costurilor orare cu forța de muncă.

Notă: Eșantionul folosit cuprinde perioada T1 2006 – T4 2025, iar valorile au fost normalizate pentru fiecare variabilă în parte.

Maximum este definit ca cel mai scăzut nivel atins din T1 2006 în cazul ratei șomajului, respectiv ca cel mai înalt nivel în cazul celorlalți indicatori.

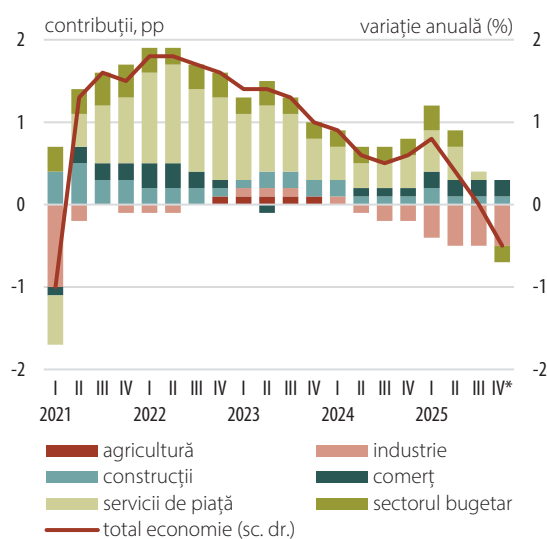
Sursa: INS, Eurostat, CE-DG ECFIN, calcule BNR

Tendința descendentă a dinamicii anuale a efectivului de salariați s-a menținut în trimestrul III, aceasta devenind nulă, după 0,4 la sută și 0,8 la sută în trimestrele anterioare (Grafic 2.7). Această traiectorie a fost imprimată de reducerea contribuției sectorului serviciilor, unde ritmul angajărilor a încetinit, în special în activitățile de servicii administrative/suport și HoReCa, în timp ce reconfigurarea sectorului IT a fost însoțită din nou de restructurări de personal¹⁷. În sens similar a acționat și sectorul bugetar, a cărui contribuție la dinamica agregată s-a redus cu circa 0,2 puncte procentuale. Numărul lucrătorilor disponibilizați în industrie a fost comparabil cu cel înregistrat în trimestrele anterioare, conturându-se o tendință persistentă de reducere a efectivelor de angajați, care reprezintă o rezultantă a demersurilor de reorganizare a structurii de producție a unor ramuri pe coordonate mai eficiente; industria auto se plasează în epicentrul acestui fenomen¹⁸. În construcții, dinamica anuală s-a temperat până la 1,2 la sută, în timp ce comerțul a rămas cel mai dinamic sector din perspectiva angajărilor (1,5 la sută), care permite preluarea, într-o oarecare măsură, a forței de

¹⁷ Pe termen scurt, este de așteptat ca aceste evoluții să continue, în contextul unei selectivități sporite din partea angajatorilor în procesele de recrutare și al anunțurilor privind disponibilizările (Oracle a anunțat un nou val de concedieri în România).

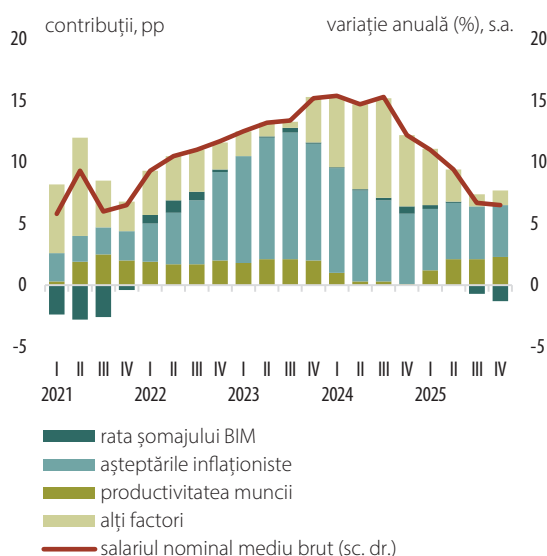
¹⁸ Restructurările par să continue spre sfârșitul anului și începutul celui următor: Dacia pregătește un nou val de plecări voluntare, Aumovio a anunțat reduceri de personal în R&D și inginerie, iar fabrica Aptiv se va închide în luna decembrie; totuși, în acest ultim caz, o parte dintre angajați ar urma să fie preluați de un producător de componente electronice, ceea ce denotă o realocare eficientă a forței de muncă.

Grafic 2.7. Efectivul salariaților din economie



Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 2.8. Evoluția salariului mediu brut pe economie



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

Sursa: INS, Eurostat, estimări și prognoze BNR

muncă disponibilizate din alte sectoare. În intervalul octombrie-noiembrie, variația anuală a efectivului de salariați la nivel agregat a ajuns în teritoriu negativ (-0,5 la sută).

Debutul anului nu pare să aducă schimbări semnificative de tendință în ritmul ocupării, activitatea de recrutare fiind anticipată a rămâne modestă. Atât rezultatele sondajului DG ECFIN, cât și cele ale Manpower arată că majoritatea angajatorilor intenționează să păstreze nivelul actual al personalului.

Rata anuală de creștere a salariului brut pe economie a urmat o tendință descendentă, ajungând la 6,7 la sută în trimestrul III și la 6,2 la sută în intervalul octombrie-noiembrie. Traectoria a fost imprimată atât de sectorul privat, caracterizat de o dinamică anuală în decelerare, dar încă înaltă (8,7 la sută în trimestrul III și 8,5 la sută în octombrie-noiembrie), cât și de sectorul bugetar, unde salariile nominale au început să scadă în termeni anuali (cu 0,2 la sută în trimestrul III, respectiv 1,3 la sută în octombrie-noiembrie). Potrivit specificației curbei Phillips pe piața muncii, temperarea ratei de creștere a câștigului brut este favorizată de procesul de detensionare a pieței muncii, precum și de diminuarea contribuției altor factori, care ar putea corespunde înghețării salariilor în sectorul bugetar, Grafic 2.8. Nivelul relativ înalt al dinamicii anuale este alimentat de așteptările inflaționiste încă ridicate, dar și de o ameliorare a contribuției productivității în ultimele trimestre.

Pe termen scurt, din perspectivă legislativă, nu se anticipează presiuni de creștere a salariilor, în condițiile în care în sectorul bugetar se mențin măsurile restrictive introduse în 2025, iar majorarea salariului minim este amânată pentru 1 iulie. Totuși, există premise pentru unele întreruperi ale parcursului descendent al dinamicii salariilor, ca urmare a majorărilor induse de efectele de compoziție care pot apărea odată cu disponibilizările

realizate (concedierea personalului cu salarii mai mici decât media) sau de modul de înregistrare a compensațiilor asociate plecărilor voluntare/concedierilor colective¹⁹,

¹⁹ Efectul compensațiilor asupra dinamicii salariale depinde de forma pe care o iau (bonus/prime pentru plecare voluntară versus plată ca urmare a concedierii colective), precum și de măsura în care sunt stipulate explicit în contractele de muncă.

a căror frecvență a crescut în ultima perioadă. Un alt element care ar putea perturba traiectoria descendentă este reprezentat de renegocierile salariale cu frecvență anuală; totuși, chiar și în condițiile unor solicitări salariale motivate din partea angajaților, acomodarea integrală a acestora este pusă sub semnul întrebării de contextul economic actual, care le conferă angajatorilor mai multă putere în negociere.

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

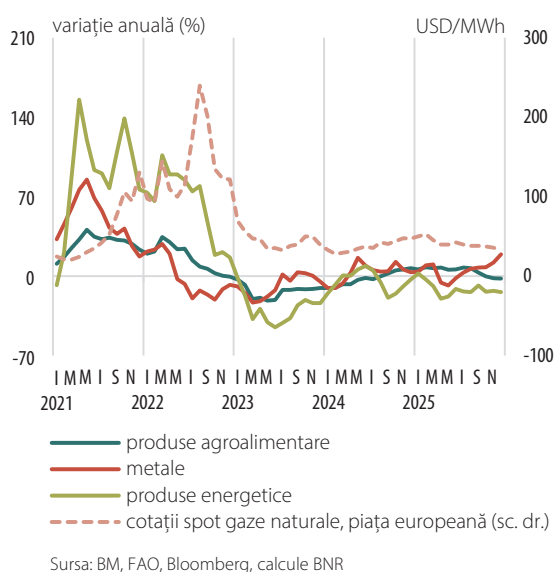
Condițiile benigne, în linii mari, de pe piețele materiilor prime au favorizat variații anuale negative ale prețurilor de import în trimestrul III. Pe plan intern, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a accelerat semnificativ, pe seama componentei energetice, odată cu liberalizarea pieței de energie electrică în iulie, dar și ulterior, restrângerea ofertei de energie regenerabilă conducând la creșteri importante de tarife. În absența acestor influențe, prețurile producției industriale ar fi consemnat un avans modest, în linie cu evoluțiile externe și în contextul anului agricol favorabil.

2.1. Prețurile de import

Oferta amplă și cererea moderată au contribuit la păstrarea dinamicii anuale negative a cotațiilor internaționale ale materiilor prime în ultima jumătate a anului 2023, indicele agregat publicat de Banca Mondială înregistrând în ultimele două trimestre

ale anului contracții de 7,1 la sută, respectiv 8,5 la sută (Grafic 2.9). Scăderi anuale consemnează prețurile bunurilor energetice, în timp ce în celelalte cazuri avansurile se temperează. Astfel, prețul țițeiului s-a plasat pe o traiectorie descendentă pe parcursul celui de al doilea semestru al anului, pe seama unui excedent de ofertă non-OPEC (estimat la 2,7 milioane de barili/zi în T3; în ultimele două decenii, o valoare mai mare a acestuia s-a înregistrat doar cu ocazia primului val pandemic). În acest context, impunerea unor noi sancțiuni companiilor petroliere rusești în luna octombrie a exercitat doar un efect temporar asupra cotației, oglindindu-se mai pregnant la nivelul prețului motorinei. Gazele naturale tranzacționate pe piața europeană și-au diminuat gradual variația anuală a prețurilor pe parcursul anului, în decembrie scăderile fiind de peste 30 la sută. Tendința a fost susținută de oferta consistentă de gaze naturale lichefiate din SUA, redirectionate către piața

Grafic 2.9. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



europeană odată cu reducerea cererii din partea economiilor asiatice, dar și de un flux substanțial prin conducte din partea Norvegiei; o influență pozitivă a generat și intensificarea discuțiilor privind un eventual acord de pace în cazul Ucrainei.

Dinamicile anuale ale cotațiilor internaționale ale metalelor industriale au devenit pozitive în ultima jumătate a anului 2025, creșteri însemnate au consemnat prețul aluminiului și cel al cuprului, aceste categorii deținând un rol important din perspectiva investițiilor în energie verde, centre de date și rețele de distribuție a energiei electrice. Totodată, alături de cererea puternică, piața resimte și deficitul de ofertă generat de reducerea capacităților de producție de aluminiu primar din Mozambic²⁰ și Islanda²¹, în contextul în care China și-a atins capacitatea maximă de producție stabilită de guvern, respectiv în cazul cuprului de întreruperile apărute la unele companii miniere (Indonezia, Congo, Chile). De altfel, Grupul internațional de studiu al cuprului²² a înjumătățit în octombrie estimările privind creșterea producției pentru 2025 de la 2,3 la sută la doar 1,4 la sută.

Pe fondul unor rezultate agricole favorabile, materiile prime agroalimentare au înregistrat o tendință de ieftinire, variația anuală a indicelui agregat FAO coborând la -1,6 la sută în trimestrul IV 2025 (de la 5,8 la sută în trimestrul III). Astfel, dinamicile anuale au devenit negative sau și-au accentuat contracția pe segmentul cerealelor, lactatelor, zahărului, pe fondul recoltelor favorabile²³, precum și pe piața cărnii de pui și a celei de porc, unde factorii de susținere au vizat atât oferta (ridicarea restricțiilor sanitare pentru carnea de pui din Brazilia de către Uniunea Europeană în septembrie 2025 și ulterior în noiembrie 2025 de către China), cât și cererea (restrângerea cererii pentru carnea de porc din partea Chinei, care se confruntă cu supraproducție și a introdus începând cu septembrie o suprataxă pentru descurajarea importurilor). Avansuri în termeni anuali, mai accentuate comparativ cu prima parte a anului, se înregistrează la carnea de vită, pe fondul cererii robuste din SUA (oferta locală fiind restrânsă), temperarea cotațiilor fiind favorizată spre sfârșitul trimestrului de majorarea numărului de sacrificări din Australia, care se confruntă cu secetă.

Mișcarea cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale s-a regăsit și la nivelul prețurilor de import în intervalul iulie-septembrie. Astfel, indicele anual al valorii unitare a importurilor a înregistrat o decelerare pe parcursul trimestrului III 2025 față de perioada anterioară, ajungând subunitar (98,3 la sută), impactul favorabil asupra prețurilor interne fiind accentuat de aprecierea leului în raport cu dolarul SUA, moneda de decontare pentru majoritatea materiilor prime importate (textile, încălțăminte, combustibili, metale). În cadrul bunurilor relevante pentru coșul de consum, grupele de produse caracterizate de indici pronunțat subunitari sau în atenuare comparativ cu perioada anterioară au devenit mai numeroase, o excepție fiind reprezentată de fructe, pentru care indicele anual al valorii unitare a importurilor s-a majorat până la 128,6 la sută, producția de citrice fiind afectată de condițiile meteo (state comunitare precum Spania sau Grecia raportând recolte mai mici).

²⁰ Reducerea activității la topitoria Mozal, cel mai mare furnizor de aluminiu primar pentru Uniunea Europeană, a început în a doua jumătate a anului 2025, topitoria urmând să fie trecută în conservare începând cu 15 martie 2026.

²¹ Topitoria Nordural Grundartangi și-a redus producția cu două treimi în octombrie 2025, din cauza unei defecțiuni electrice, revenirea la producție maximă fiind estimată abia spre finalul trimestrului al treilea din 2026.

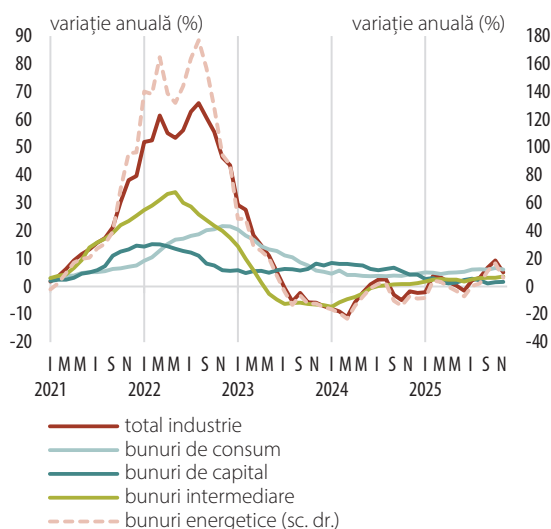
²² *International Copper Study Group*

²³ Potrivit datelor USDA, în 2025, producția estimată de grâu în Uniunea Europeană este cea mai mare din ultimii 10 ani, cifre record fiind anunțate și în cazul porumbului în SUA.

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În perioada octombrie-noiembrie 2025, rata anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a avansat până la 7,1 la sută (+3,1 puncte procentuale față de trimestrul III 2025), pe fondul dinamizării prețurilor bunurilor energetice (variație

Grafic 2.10. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

anuală de 11,2 la sută, +6,9 puncte procentuale), având la bază, în principal, evoluțiile din sectorul energetic (Grafic 2.10). Dacă se exclude această evoluție, rata anuală este estimată a se fi plasat în perioada analizată la 3,9 la sută, similar trimestrului III. Astfel, în cazul celorlalte categorii de bunuri, variațiile anuale ale prețurilor de producție au rămas la niveluri apropiate celor din trimestrul anterior, dată fiind absența tensiunilor pe majoritatea piețelor de materii prime neenergetice. Cu toate că, pe termen scurt, sondajul DG ECFIN indică în continuare majorări de prețuri, soldurile conjuncturale înregistrate pe parcursul trimestrului IV se plasează sensibil sub nivelul din trimestrul III (medie de circa 25 la sută versus 41 la sută anterior).

La majorarea dinamicii anuale a prețurilor bunurilor energetice aportul determinant l-a avut ramura de producție și furnizare de energie electrică, termică și gaze naturale (variație anuală în creștere de la

5,8 la sută în trimestrul III la 12,8 la sută). În octombrie, cotațiile interne *en gros* ale energiei electrice s-au majorat, sub presiunea unor factori adversi pe latura ofertei de energie regenerabilă (vreme secetoasă, revizii derulate de Hidroelectrica, respectiv condiții mai puțin favorabile pentru producerea energiei fotovoltaice). De asemenea, cererea a crescut atât pe plan local²⁴, cât și la nivel regional (ca urmare a intensificării atacurilor asupra sistemului energetic ucrainean). Nivelul cotațiilor rămâne ridicat și în noiembrie, întreținut de persistența problemelor sistemice – progresul lent în modernizarea rețelei de distribuție și dezvoltarea capacității de stocare amplifică fluctuațiile de preț de pe parcursul zilei, favorizând niveluri ridicate la orele de vârf ale cererii. În același timp, există în continuare diferențe mari de preț între Europa de Sud-Est și cea Occidentală, norma europeană potrivit căreia fiecare stat trebuie să asigure cel puțin 70 la sută din capacitatea fizică de transport pentru comerțul interzonal nefiind respectată pe scară largă²⁵. Pe plan local, se observă progrese în ultima perioadă în dezvoltarea și valorificarea capacităților de producție pe segmentul energiei regenerabile (eoliană și fotovoltaică), începând să se concretizeze investițiile anunțate în ultimii ani, în unități de producție și stocare, precum și pentru îmbunătățirea rețelei de distribuție și transport.

²⁴ Utilizarea de echipamente electrice de încălzire, în condițiile unor temperaturi sub media sezonieră

²⁵ Deși termenul final de implementare era sfârșitul anului 2025.

Evoluții în producția de energie eoliană și fotovoltaică în anul 2025

Producția de energie regenerabilă fotovoltaică și eoliană se dezvoltă rapid, la sfârșitul anului 2025 puterea instalată fiind de 6 195 MW. Doar în acest an au intrat în funcțiune peste 1 000 MW, în timp ce noi parcuri fotovoltaice și eoliene ar urma să fie construite cu finanțare europeană, prin mecanismul contractelor pentru diferența de preț; în cadrul celor două runde de licitații derulate în 2025 au fost semnate contracte pentru 4 279 MW (2 359 MW pe segmentul eolian și 1 920 MW pe cel fotovoltaic). În zona de stocare, esențială pentru reducerea importurilor necesare acoperirii vârfurilor de consum intern (la care se adaugă presiunea susținerii Ucrainei și Republicii Moldova), procesul este însă mai lent (495 MW la începutul lunii decembrie 2025), deși există investiții în derulare pentru dinamizarea procesului.

În ceea ce privește modernizarea infrastructurii energetice, Transelectrica a pus în funcțiune în decembrie 2025 prima instalație de compensare a energiei reactive de tip STATCOM din rețeaua națională²⁶, finalizarea lucrărilor pentru cea de a doua fiind estimată pentru prima parte a anului 2026. Totodată, compania a anunțat demararea a două proiecte strategice: (i) linia electrică aeriană Gădălin-Suceava, care va traversa trei județe (Cluj, Bistrița-Năsăud și Suceava) și 40 de localități, printr-o zonă montană, pe o lungime de 260 de kilometri; (ii) definitivarea magistralei din nord, care contribuie considerabil la siguranța funcționării Sistemului Energetic Național, oferind o cale alternativă de alimentare pentru zonele deficitare din nordul Transilvaniei și Moldova și permițând, totodată, integrarea și evacuarea energiei electrice produse de viitoarele centrale eoliene din Moldova și Dobrogea către Nord-Vestul României și țările vecine.

În cazul gazelor naturale, deși gradul de umplere a depozitelor este ridicat (96 la sută), lucrările de revizie desfășurate de unul dintre producătorii locali au antrenat în octombrie o creștere a cotațiilor pe piața internă. De asemenea, un aport în sens ascendent l-a avut și majorarea tarifelor de transport începând cu 1 octombrie 2025.

În ramura de prelucrare a țițeiului, variația anuală a prețurilor a trecut în teritoriu pozitiv, reflectând scumpirea motorinei, dată fiind oferta redusă pe plan regional.

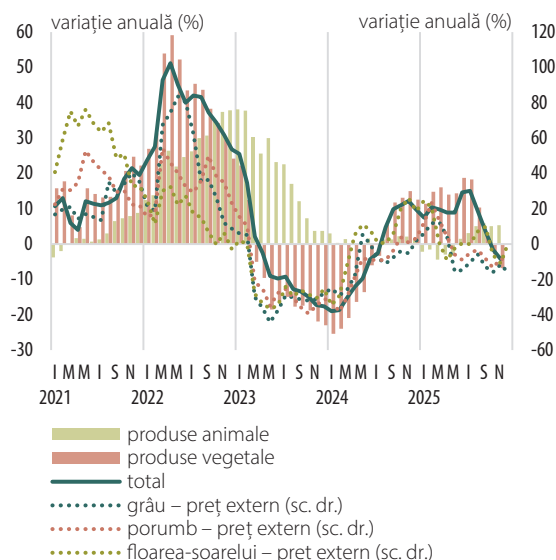
Rata anuală de creștere a prețurilor bunurilor de capital s-a atenuat, mai ales pe seama evoluțiilor din subsectorul componentelor auto, care se confruntă cu o cerere modestă (producătorii auto europeni resimt efectele majorării tarifelor comerciale, ale concurenței sporite din partea Chinei, dar și trenarea veniturilor populației la nivel comunitar), de natură a descuraja majorările de preț.

O accelerare modestă a dinamicii anuale au consemnat atât bunurile intermediare, cât și cele de consum (0,4 puncte procentuale, până la 3,3 la sută, respectiv 0,2 puncte procentuale, până la 6,3 la sută). În cazul primei categorii un aport a venit metalurgiei în corelație cu ajustările în sens ascendent ale cotațiilor internaționale ale metalelor din ultima perioadă, în timp ce în cazul celor de consum evoluția s-a datorat manifestării

²⁶ STATCOM este o tehnologie avansată care stabilizează tensiunea în rețea și contribuie direct la creșterea siguranței alimentării cu energie electrică pentru consumatorii casnici și industriali. Implementarea acesteia consolidează capacitatea SEN de a integra volume tot mai mari de energie regenerabilă și de a răspunde în mod flexibil variațiilor rapide de sarcină.

unui efect statistic pe segmentul bunurilor de folosință îndelungată. Dinamica anuală în industria alimentară s-a temperat ușor (până la 4,8 la sută), situația pe piețele materiilor prime agricole fiind favorabilă, în bună măsură.

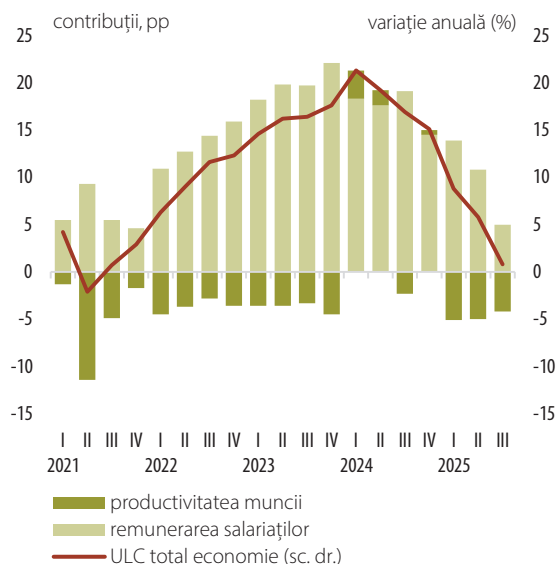
Grafic 2.11. Prețurile producției agricole



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

Dinamica anuală a prețurilor producției agricole a trecut în teritoriu negativ în perioada octombrie-noiembrie (-2,9 la sută în termeni anuali comparativ cu 9,3 la sută în trimestrul III), evoluție determinată exclusiv de contracțiile prețurilor de pe segmentul vegetal, rezultatele satisfăcătoare ale anului agricol conferind o anumită relaxare din perspectiva ofertei de produse agricole și a costului furajelor pentru animale (Grafic 2.11). Astfel, la nivelul componentei vegetale, variații anuale negative a consemnat grâul, în condițiile în care estimările recente indică o recoltă record pe plan intern (creșteri net superioare mediei pe termen lung), iar perspectivele la nivel mondial sunt de asemenea pozitive. În cazul produselor animale, intensificarea ușoară a dinamicii anuale (până la 5,2 la sută) a fost susținută în principal de creșterea prețului la ouă - posibil în asociere cu diminuarea ofertei autohtone, într-un context extern marcat de cerere ridicată generată în special de focarele de gripă aviară (care afectează țări din Europa, precum Polonia, Germania și mai ales SUA), dar și de reducerea voluntară a efectivelor de păsări în unele țări europene, producătorii fiind descurajați de cerințele Green Deal²⁷. Tensiuni în creștere au fost vizibile și pe segmentul cărnii de ovine, date fiind cazurile locale de febră catarală ovină.

Grafic 2.12. Costurile unitare cu forța de muncă

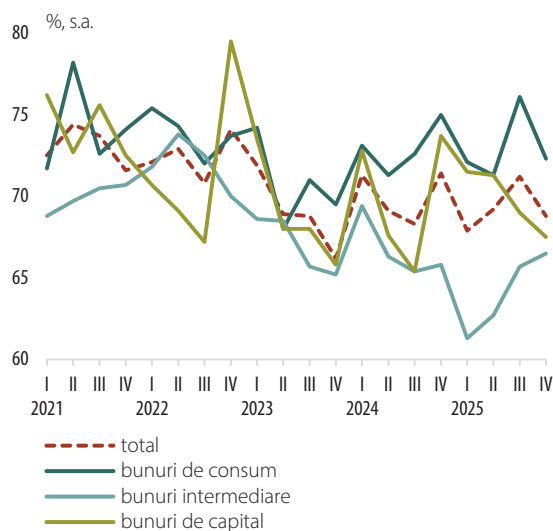


Sursa: INS, calcule BNR

Costurile unitare cu forța de muncă

Variația anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a temperat notabil în trimestrul III, până la 0,8 la sută (față de 5,8 la sută în trimestrul anterior), reflectând mai ales o creștere mai moderată a remunerării pe salariat în termeni anuali (5,1 la sută față de 11,1 la sută anterior), Grafic 2.12. De asemenea, dinamica productivității muncii a rămas la un nivel similar (4,3 la sută față de 4,9 la sută anterior).

²⁷ Reducerea amprenteii de carbon, îmbunătățirea bunăstării păsărilor, gestionarea responsabilă a deșeurilor și utilizarea eficientă a resurselor pentru a atinge neutralitatea climatică

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

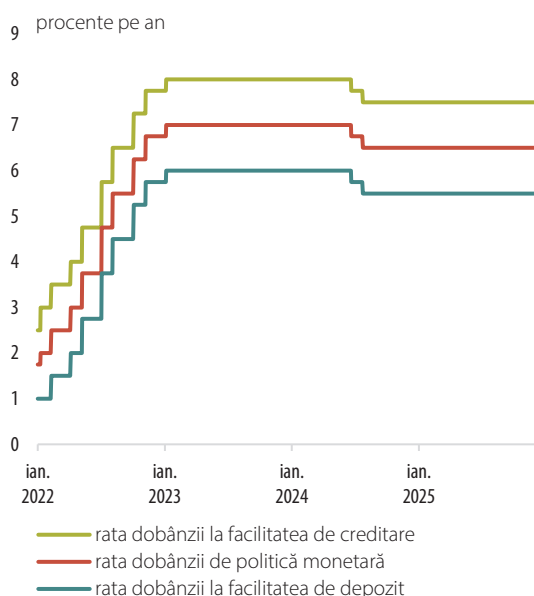
O estompare a presiunilor inflaționiste pe această filieră sugerează și reducerea ratei anuale de creștere a costului salarial unitar din industrie de la 10,7 la sută la 6,2 la sută, pe fondul evoluției favorabile a ambelor elemente ale raportului, respectiv temperarea dinamicii salariilor de la 12,6 la sută la 9,2 la sută și majorarea variației anuale a productivității muncii la 2,8 la sută în trimestrul III față de 1,8 la sută anterior. În acest sens au contribuit în mod semnificativ sectorul auto, industria metalurgică, industria ușoară și prelucrarea lemnului. Totuși, pentru sfârșitul anului se conturează premisele unei reaccelerări a dinamicii ULC în industrie, în condițiile în care intervalul octombrie-noiembrie a consemnat o valoare de 8 la sută, iar gradul de utilizare a capacităților de producție din sectorul local, sugestiv pentru volumul activității industriale, s-a diminuat în trimestrul IV (Grafic 2.13).

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În lunile noiembrie 2025 și ianuarie 2026, 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 au avut în vedere puseul inflaționist provocat în trimestrul III 2025 de șocuri succesive pe partea ofertei, dar și perspectiva intensificării pe orizontul mai îndepărtat de timp a presiunilor dezinflaționiste ale factorilor fundamentali, îndeosebi a celor din partea cererii agregate, în contextul corecției bugetare inițiate în 2025 și accentuate probabil în 2026.

Astfel, rata anuală a inflației a înregistrat o creștere considerabilă în trimestrul III 2025, urcând la 9,88 la sută în septembrie, de la 5,66 la sută în iunie, în contextul expirării la 1 iulie a schemei de plafonare a prețului la energia electrică și al majorării începând cu 1 august a cotelor TVA și a accizelor. Efectele directe tranzitorii exercitate de cele două șocuri inflaționiste succesive pe partea ofertei au afectat prioritar dinamica agregată a componentelor exogene ale IPC, în principal prin

scumpirea drastică a energiei electrice și mai modestă a combustibililor²⁸. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accelerat ascensiunea în trimestrul III, mărindu-se la 8,1 la sută în septembrie 2025, de la 5,6 la sută în iunie, în condițiile creșterii substanțiale a dinamicii prețurilor pe segmentul serviciilor – până la un nivel

²⁸ Impactul acestora a fost în mică măsură atenuat de ieftinirea fructelor și legumelor.

de două cifre –, precum și pe cel al alimentelor procesate, și într-o mai mică măsură în cazul subcomponentei mărfurilor nealimentare²⁹.

În același timp, prognoza pe termen mediu actualizată a relevat o nouă înrăutățire a perspectivei inflației în raport cu previziunile precedente, mai cu seamă în prima parte a orizontului de prognoză, în condițiile în care rata anuală a inflației era așteptată să înregistreze o scădere modestă în următoarele trei trimestre, și pe o traiectorie fluctuantă și semnificativ mai ridicată decât cea din proiecția din august. Totodată, după corecția descendentă abruptă pe care urma să o consemneze în trimestrul III 2026 pe fondul unor efecte de bază, ea era anticipată să descrească relativ lent și de la un nivel sensibil superior celui previzionat anterior, reintrând în intervalul țintei în trimestrul I 2027 – cu o întârziere de un semestru față de prognoza din august – și menținându-se la niveluri mai ridicate până la finele orizontului proiecției. Astfel, rata anuală a inflației urma să ajungă la 9,6 la sută în decembrie 2025, comparativ cu nivelul de 8,8 la sută previzionat anterior, iar în a doua parte a orizontului proiecției să se reducă până la 3,7 la sută în decembrie 2026 și la 2,9 la sută în septembrie 2027, față de valorile de 3,0 la sută și 2,7 la sută prognozate în august pentru aceleași momente de referință.

Responsabile de noua înrăutățire a perspectivei inflației erau efectele directe tranzitorii peste așteptări exercitate în trimestrul III 2025 de expirarea schemei de plafonare a prețului la energia electrică și de majorarea cotelor de TVA și a accizelor, care au antrenat creșteri considerabile de dinamică atât pe ansamblul componentelor exogene ale IPC, cât și la nivelul inflației de bază. Acțiunea factorilor pe partea ofertei era anticipată să redevină doar ușor dezinflaționistă pe orizontul apropiat de timp – în principal pe seama unor efecte de bază manifestate pe segmentele produse din tutun, combustibili și prețuri administrate –, dar să își accentueze puternic acest caracter în trimestrul III 2026, odată cu epuizarea amplelor efecte inflaționiste directe generate de cele două șocuri pe partea ofertei.

În același timp, presiunile factorilor fundamentali erau așteptate să rămână inflaționiste pe orizontul apropiat de timp – în principal sub influența dinamicii costurilor salariale din sectorul privat –, dar să devină apoi dezinflaționiste și să se intensifice progresiv, în condițiile adâncirii relativ alerte a deficitului de cerere agregată până la finele anului viitor, pe fondul progresului corecției bugetare inițiate în 2025³⁰. Influențe suplimentare erau anticipate să decurgă din scăderea temporară a puterii de cumpărare a populației sub impactul creșterii ample a ratei anuale a inflației, precum și din probabila ameliorare semnificativă a structurii cererii agregate

²⁹ Ascensiunea a reflectat transferarea aproape integrală a majorării cotelor de TVA asupra prețurilor de consum, inclusiv pe fondul rezilienței cererii pe anumite segmente și al nivelului crescut al așteptărilor inflaționiste pe termen scurt. Suplimentar, ascensiunea ratei anuale a inflației de bază a continuat să fie alimentată de dinamica încă ridicată a costurilor salariale, precum și de mărirea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare și a cursului de schimb leu/euro, iar influențe adiționale au venit din efecte indirecte ale scumpirii energiei electrice și combustibililor.

³⁰ Noile date și evaluări continuau să indice o creștere economică modestă pe ansamblul perioadei 2025-2026, în contextul implementării pachetelor de consolidare bugetară și al persistenței ratei înalte a inflației până la mijlocul anului viitor – de natură să afecteze venitul disponibil real al populației –, dar și pe fondul redresării ceva mai dinamice a cererii externe și al utilizării fondurilor europene aferente instrumentului „Next Generation EU”; perspectiva făcea probabilă o adâncire relativ alertă a deficitului de cerere agregată până la finele anului 2026, și ceva mai pronunțată decât s-a anticipat anterior, succedată doar de o ușoară restrângere a acestuia în primele trei trimestre din 2027.

pe orizontul proiecției în raport cu anul 2024, prin mărirea contribuției investițiilor în detrimentul consumului privat, cu implicații și asupra evoluției PIB potențial.

Într-un asemenea context, riscul ca puseul inflaționist provocat de șocurile pe partea ofertei din trimestrul III 2025 să afecteze anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și să genereze astfel efecte secundare era semnificativ diminuat, reclamând însă monitorizarea atentă a tuturor evoluțiilor, date fiind și comportamentul inflației din ultimii ani, precum și riscurile venite din evoluția pe termen scurt a prețurilor alimentelor și gazelor naturale, în contextul reglementărilor în domeniu.

Incertitudini rămăneau totuși asociate măsurilor care urmau a fi probabil adoptate în perspectivă în scopul menținerii deficitului bugetar pe o traiectorie descrescătoare sustenabilă și compatibilă cu Planul bugetar-structural pe termen mediu convenit cu CE și cu procedura de deficit excesiv.

Totodată, incertitudini și riscuri însemnate la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau să provină din mediul extern, date fiind, pe de o parte, tensiunile comerciale globale și războiul din Ucraina și, pe de altă parte, planurile de creștere a cheltuielilor pentru investiții în apărare și infrastructură în statele UE. Incertitudini erau pe mai departe asociate absorbției fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, esențiale pentru contrabalansarea parțială a efectelor contracționiste ale consolidării bugetare și ale conflictelor geopolitice și comerciale la nivel global, precum și pentru realizarea reformelor structurale necesare, incluzând tranziția energetică, dar și pentru sporirea potențialului de creștere și întărirea rezilienței economiei românești.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației s-a înscris în debutul trimestrului IV 2025 pe o pantă lent descrescătoare, așa cum s-a anticipat, coborând în decembrie la 9,69 la sută. Descrășterea a fost antrenată de scăderile semnificative de dinamică consemnate în acest interval de prețurile combustibililor și de prețurile LFO, în timp ce rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să se mărească, ajungând la 8,5 la sută în decembrie, în condițiile accelerării creșterii prețurilor pe toate cele trei segmente ale inflației de bază, mai cu seamă pe cel al serviciilor și pe cel al alimentelor procesate³¹.

Activitatea economică s-a comprimat în trimestrul III 2025 cu 0,2 la sută, după ce a crescut cu 1,1 la sută în precedentele trei luni, astfel încât deficitul de cerere agregată și-a accentuat probabil adâncirea în acest interval relativ în linie cu previziunile din noiembrie 2025. Avansul în termeni anuali al PIB s-a mărit însă la 1,7 la sută în trimestrul III, de la 0,3 la sută în trimestrul anterior, în contextul revenirii la o valoare semnificativ pozitivă a dinamicii formării brute de capital fix și al accelerării ușoare a creșterii consumului gospodăriilor populației, care au surclasat ca impact reîntrarea pronunțată în teritoriu negativ a aportului variației stocurilor. În același timp, evoluția exportului net a redevenit expansionistă, în premieră pentru ultimele opt trimestre, în condițiile în care dinamica anuală în ascensiune a exportului de bunuri și servicii a

³¹ Evoluția reflecta influențele persistente venite din dinamica costurilor salariale și din nivelul ridicat al așteptărilor inflaționiste pe termen scurt, alături de cele decurgând din creșterea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare și a cursului de schimb leu/euro, precum și din efecte indirecte ale scumpirii energiei electrice.

devansat-o consistent pe cea a volumului importurilor, care și-a prelungit scăderea. Drept urmare, deficitul comercial și-a accentuat contracția în termeni anuali în trimestrul III 2025, iar deficitul de cont curent a continuat să se reducă în raport cu perioada similară a anului precedent, deși într-un ritm încetinit față de trimestrul II, atribuibil deteriorării balanței veniturilor primare.

Pe piața muncii, cele mai recente date și sondaje de specialitate indicau întreruperea tendinței de detensionare a pieței în trimestrul III 2025, dar și reluarea acesteia în ultimele trei luni ale anului 2025 sau în perspectivă apropiată. Astfel, efectivul salariaților din economie a continuat să se reducă în septembrie-octombrie, în timp ce rata șomajului BIM a înregistrat, la rândul ei, o mică scădere pe ansamblul intervalului octombrie-noiembrie, după ce s-a mărit la o valoare medie de 6,1 la sută în trimestrul III. Intențiile de angajare pe orizontul foarte scurt de timp au continuat însă să slăbească în sectoarele majore în trimestrul IV, cu excepția comerțului, iar deficitul de forță de muncă raportat de companii s-a redus pe ansamblul economiei, anulându-și creșterea moderată consemnată în trimestrul anterior. Dinamica anuală a salariului mediu brut nominal și-a încetinit considerabil scăderea în octombrie-noiembrie față de trimestrul precedent, mai cu seamă în sectorul privat, iar cea a costului unitar nominal cu forță de muncă din industrie s-a reamplificat.

Principalele cotații ale pieței monetare interbancare au continuat să se reducă gradual în noiembrie-decembrie 2025, rămânând la finele anului peste nivelurile din aprilie, iar randamentele pe termen mediu și lung ale titlurilor de stat și-au prelungit descreșterea, atingând valori minime ale ultimelor 13-14 luni. În același timp, cursul de schimb leu/euro a manifestat o tendință ascendentă de la mijlocul lunii noiembrie și și-a mărit întrucâtva fluctuațiile în decembrie 2025, în contextul modificărilor succesive ale așteptărilor investitorilor privind perspectiva ratei dobânzii Fed, cu efecte și asupra apetitului global pentru risc, dar și pe fondul demersurilor interne legate de adoptarea integrală a celui de al doilea pachet de măsuri fiscale corective și a altor măsuri destinate consolidării bugetare. În raport cu dolarul SUA, leul s-a întărit semnificativ în decembrie, recuperând în mare parte pierderea de valoare din precedentele două luni, dată fiind deprecierea monedei americane pe piețele financiare internaționale în ultima lună a anului 2025.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să se reducă în primele două luni ale trimestrului IV 2025, dar sensibil mai lent decât în trimestrul anterior³², în condițiile în care variația componentei în lei și-a temperat vizibil scăderea, cu precădere pe seama împrumuturilor societăților nefinanciare, iar cea a creditului în valută și-a încetinit doar ușor ascensiunea. Ponderea componentei în lei în creditul acordat sectorului privat și-a prelungit astfel descreșterea, ajungând la 68,7 la sută în noiembrie 2025, de la 69,1 la sută în septembrie.

Evaluările actualizate în acest context au arătat că rata anuală a inflației va continua să descrească lent în primele trei luni ale anului curent, relativ în linie cu prognoza pe termen mediu din noiembrie 2025, pe fondul influențelor decurgând din evoluția cotațiilor unor mărfuri, inclusiv agroalimentare, și din efecte de bază, suprapuse

³² Aceasta a coborât la 6,8 la sută în noiembrie, de la 7,5 la sută în septembrie 2025.

efectelor directe tranzitorii peste așteptări exercitate de expirarea schemei de plafonare a prețului la energia electrică și de majorarea cotelor de TVA și a accizelor în trimestrul III 2025, care urmau să se epuizeze în a doua parte a anului 2026.

Acțiunea factorilor pe partea ofertei rămânea totuși o sursă de riscuri în sens ascendent pe orizontul scurt de timp, date fiind posibilele efecte indirecte mai mari ale scumpirii energiei electrice, dar mai cu seamă incertitudinile asociate evoluției pe termen scurt a prețurilor alimentelor și gazelor naturale, în contextul reglementărilor în domeniu.

Din partea factorilor fundamentali urmau să se resimtă presiuni neutre sau ușor dezinflaționiste în perspectivă apropiată, date fiind, pe de o parte, probabila adâncire accentuată a deficitului de cerere agregată în semestrul II 2025 și în trimestrul I 2026³³, asociată cu slăbirea cererii de consum, iar pe de altă parte, decalajul de timp necesar manifestării efectelor *gapului* negativ al PIB, precum și dinamica încă ridicată a costurilor salariale unitare din unele sectoare furnizoare de bunuri și servicii pentru populație.

Era de așteptat ca presiunile dezinflaționiste ale factorilor fundamentali să se intensifice pe orizontul mai îndepărtat de timp, îndeosebi cele pe partea cererii agregate, în contextul corecției bugetare inițiate în 2025 și continuate probabil în 2026, inclusiv prin implementarea în debutul anului 2026 a unor măsuri fiscal-bugetare suplimentare.

Într-o asemenea conjunctură, riscul ca puseul inflaționist provocat de șocurile pe partea ofertei din trimestrul III 2025 să afecteze anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și să producă efecte secundare era semnificativ diminuat, reclamând totuși monitorizarea atentă a tuturor evoluțiilor.

Totodată, incertitudini rămăneau asociate măsurilor probabil adoptate în perspectivă în scopul menținerii deficitului bugetar dincolo de anul 2026 pe o traiectorie descrescătoare sustenabilă și compatibilă cu Planul bugetar-structural pe termen mediu convenit cu CE și cu procedura de deficit excesiv.

În același timp, incertitudini și riscuri semnificative la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, proveneau din mediul extern, date fiind conflictele geopolitice și tensiunile comerciale globale, dar și planurile de creștere a cheltuielilor pentru investiții în apărare și infrastructură în statele UE. De asemenea, incertitudini erau asociate absorbției și utilizării fondurilor europene, în principal ale celor aferente programului „Next Generation EU”, semnale pozitive fiind însă date de acțiunile/demersurile întreprinse în acest scop în ultimele luni ale anului 2025.

În ansamblul său, contextul analizat a justificat menținerea neschimbată a ratei dobânzii de politică monetară, în vederea asigurării și menținerii stabilității prețurilor

³³ Noile evaluări indicau o stagnare a activității economice în trimestrele IV 2025 și I 2026, în contextul măsurilor fiscal-bugetare deja implementate și al nivelului ridicat al ratei anuale a inflației.

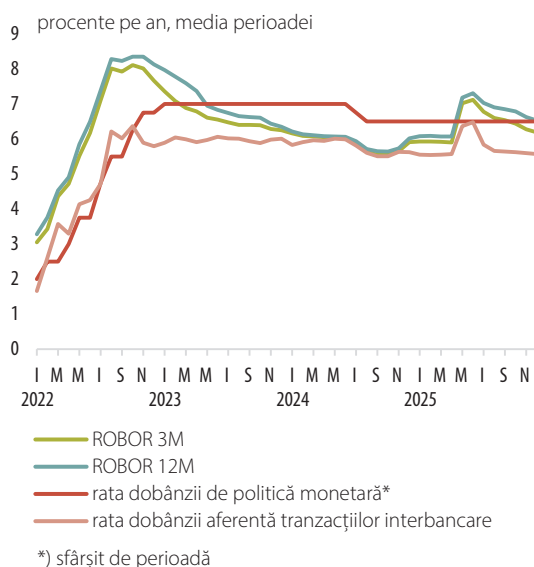
pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

În aceste condiții, în ședința din 19 ianuarie 2026, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută și a ratelor dobânzilor aferente facilității de creditare și a celei de depozit la 7,50 la sută și, respectiv, la 5,50 la sută. Totodată, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

În trimestrul IV 2025, randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare³⁴ s-a consolidat ușor deasupra limitei de jos a coridorului ratelor dobânzilor, iar cotațiile pe termen mai lung și-au accelerat întrucâtva scăderea în octombrie, iar apoi au continuat să se reducă gradual, rămânând la finele anului 2025 vizibil peste nivelurile din aprilie. Cursul de schimb leu/euro a consemnat o creștere însemnată, dar temporară, la începutul trimestrului, pentru ca apoi să se înscrie și să se mențină pe o traiectorie ușor ascendentă. Dinamica anuală a lichidității din economie și-a reluat în octombrie-noiembrie scăderea întreruptă în trimestrul precedent, iar creșterea creditului acordat sectorului privat a continuat să decelereze.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



2.1. Ratele dobânzilor

În trimestrul IV 2025, randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a consolidat ușor deasupra limitei de jos a coridorului ratelor dobânzilor, reducându-și tot mai mult oscilațiile. Media lui trimestrială s-a redus astfel cu 0,14 puncte procentuale față de precedentele trei luni, la 5,59 la sută³⁵.

Evoluția a reflectat comportamentul ratelor dobânzilor pe termen foarte scurt, în contextul amplificării pe mai departe a excedentului de lichiditate de pe piața monetară, absorbit de banca centrală prin intermediul facilității de depozit³⁶. În același context, cotațiile ROBOR 3M-12M și-au accelerat întrucâtva scăderea în octombrie, iar apoi au continuat să se reducă gradual, rămânând la

³⁴ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară, ponderată cu volumul tranzacțiilor

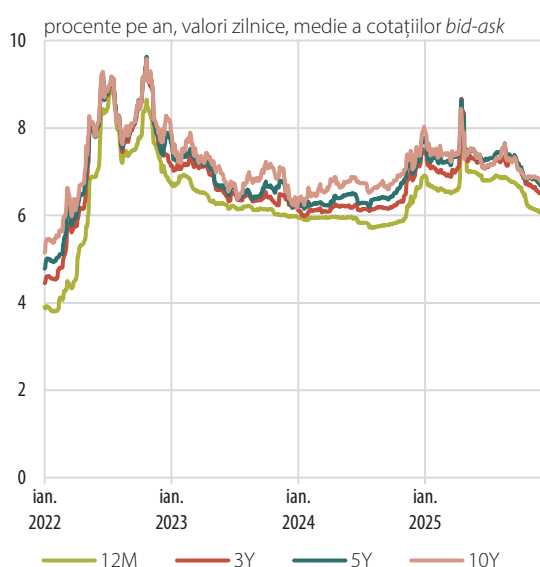
³⁵ Medie ponderată cu volumul tranzacțiilor

³⁶ Stocul mediu zilnic al acestor plasamente s-a mărit la 24,9 miliarde de lei în trimestrul IV, de la 15,2 miliarde de lei în intervalul anterior.

finele anului 2025 peste nivelurile din luna aprilie (Grafic 3.2). Astfel, valoarea medie trimestrială a cotației ROBOR 3M și-a accentuat descreșterea, coborând cu 0,34 puncte procentuale, la 6,31 la sută, iar cele aferente cotațiilor pe maturitățile de 6 luni și 12 luni au înregistrat scăderi după patru trimestre de creștere (-0,33 puncte procentuale, respectiv -0,27 puncte procentuale, până la 6,45 la sută, respectiv 6,66 la sută).

Pe piața titlurilor de stat, cotațiile de referință pe termen mediu și lung ale segmentului secundar³⁷ s-au înscris la mijlocul lui octombrie și s-au menținut apoi pe o traiectorie aproape continuu descrescătoare, atingând la finele anului minime

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



ale ultimelor 13-14 luni, în condițiile revizuirilor succesive ale așteptărilor investitorilor privind perspectiva ratei dobânzii Fed, cu impact asupra apetitului global pentru risc³⁸, dar și pe fondul progresului legiferării celui de al doilea pachet de măsuri fiscale corective și al convenirii altor măsuri destinate consolidării bugetare³⁹ (Grafic 3.3). La rândul lor, cotațiile certificatelor de trezorerie pe termene de 6 luni și 12 luni au continuat să scadă pe parcursul trimestrului IV 2025 într-un ritm considerabil accelerat în prima parte a intervalului, dar mult încetinit ulterior, coborând astfel în apropierea valorilor înregistrate la mijlocul trimestrului IV 2024.

Ca urmare a acestor evoluții, mediile lunare ale cotațiilor s-au redus în decembrie față de ultima lună a trimestrului III cu până la 0,76 puncte procentuale în cazul maturităților de 6 luni și 12 luni (la 6,00 la sută, respectiv 6,10 la sută), cu aproximativ

0,70 puncte procentuale pe scadențele de 3 ani și 5 ani (la 6,56 la sută, respectiv 6,75 la sută) și cu 0,55 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 10 ani (la 6,83 la sută). Pe acest fond, curba randamentelor și-a accentuat înclinația pozitivă, ecarterul dintre randamentul titlurilor pe 10 ani și cel al titlurilor pe 1 an atingând în decembrie un maxim al ultimelor nouă luni.

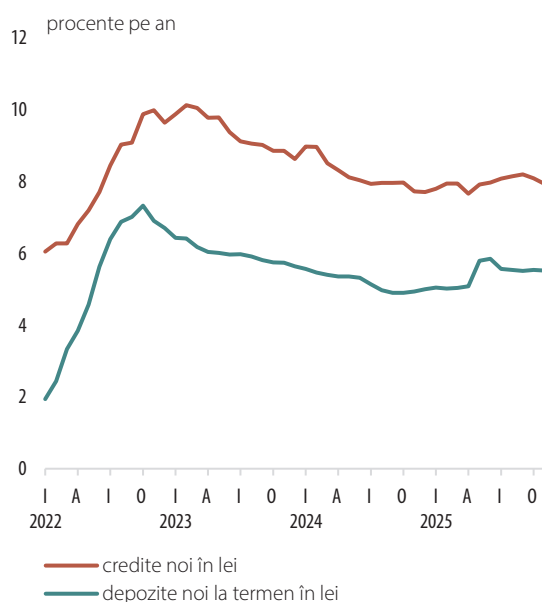
³⁷ Medii bid-ask

³⁸ Mișcarea randamentelor s-a sincronizat parțial cu evoluțiile din economiile avansate și din regiune. În trimestrul IV 2025, randamentul titlurilor de stat pe 10 ani din SUA și-a stopat mișcarea general descendentă, în condițiile unor scăderi înregistrate în octombrie și noiembrie, care s-au corectat integral ulterior. Randamentul titlurilor de stat pe 10 ani din zona euro a scăzut în a doua decadă a lunii octombrie, dar s-a înscris și s-a menținut apoi pe o traiectorie ascendentă, atingând în a doua parte a lui decembrie un vârf al ultimilor circa doi ani (valori similare au mai fost consemnate în martie 2025). În același timp, reflectând consistent și influențe ale unor factori locali, randamentele titlurilor de stat pe termen lung din regiune au avut evoluții mixte, în contextul unor fluctuații considerabile. Astfel, acestea și-au continuat ascensiunea în Cehia, dar au scăzut în Polonia, în timp ce în Ungaria au consemnat o creștere accentuată la mijlocul trimestrului IV, care s-a corectat însă integral în a doua parte a intervalului.

³⁹ Relevant ca influență a fost și semnalul transmis de MF la începutul lunii noiembrie privind reducerea volumului emisiunilor în ultimele două luni ale anului.

Pe segmentul primar al pieței⁴⁰, randamentele medii acceptate au scăzut în decembrie față de luna septembrie cu 0,57 puncte procentuale în cazul certificatelor de trezorerie pe 12 luni (la 6,39 la sută), cu 0,84 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 5 ani (la 6,73 la sută) și cu 0,69 puncte procentuale pe maturitatea de 9 ani (la 6,89 la sută). Pe ansamblul trimestrului IV 2025, valoarea totală a emisiunilor a scăzut cu 4,4 miliarde lei față de precedentele trei luni (la 21,7 miliarde lei), inclusiv în condițiile în care MF a redus în noiembrie volumul programat al emisiunilor cu 1,2 miliarde lei în raport cu cel anunțat inițial⁴¹ și l-a diminuat apoi ușor pe cel din luna decembrie. În același timp, valoarea emisiunilor nete a scăzut cu 3,6 miliarde lei (până la 8,2 miliarde lei). Ilustrativă din perspectiva interesului investitorilor pentru aceste plasamente a fost și menținerea raportului dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor la valoarea crescută din trimestrul anterior⁴².

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebankari a consemnat o ușoară scădere pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie, inferioară ca amplitudine creșterii înregistrate în trimestrul anterior (-0,13 puncte procentuale, până la o medie de 8,02 la sută), iar cea aferentă depozitelor noi la termen a rămas practic neschimbată (5,53 la sută), după ce s-a redus marginal în precedentele trei luni (Grafic 3.4).

Evoluțiile au fost eterogene din perspectivă sectorială. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației s-a menținut constantă ca medie a perioadei (la 7,66 la sută), în condițiile în care costul mediu cu dobânda al împrumuturilor noi pentru consum a cunoscut o ajustare descendentă marginală (-0,09 puncte procentuale, până la 9,61 la sută) după ce s-a mărit semnificativ în trimestrul III, în timp ce rata medie a dobânzii la creditele noi pentru locuințe

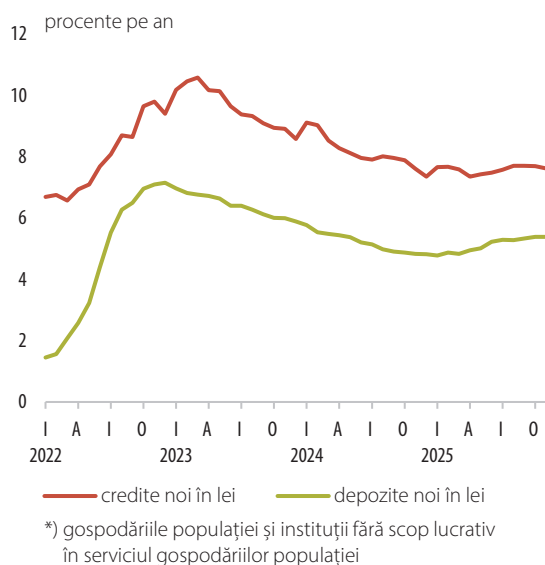
a consemnat o mică creștere (+0,07 puncte procentuale, până la 5,88 la sută), după ce și-a cvasistopat scăderea în trimestrul anterior (Grafic 3.5).

⁴⁰ În trimestrul IV 2025, MF a emis lunar titluri de stat prin programul „Tezaur” cu maturități de 1 an, 3 ani și 5 ani, la randamente de: (i) 6,90 la sută, 7,50 la sută, respectiv 7,85 la sută, în octombrie, în valoare totală de circa 1,6 miliarde lei, (ii) 6,95 la sută, 7,50 la sută, respectiv 7,85 la sută, în noiembrie, în valoare totală de 2,7 miliarde lei și (iii) 6,70 la sută, 7,15 la sută, respectiv 7,60 la sută, în decembrie, în valoare totală de 1 miliard lei. De asemenea, prin programul „Fidelis” au fost puse în circulație titluri de stat pentru populație, astfel: (i) în luna octombrie, titluri denumite atât în lei, cu maturități de 2 ani, 4 ani și 6 ani la randamente de 7,20 la sută, 7,60 la sută, respectiv 7,90 la sută, în valoare totală de 946 milioane lei, cât și în euro, cu maturități de 2 ani, 5 ani și 10 ani, la randamente de 4,15 la sută, 5,25 la sută, respectiv 6,50 la sută, în valoare totală de 246 milioane euro; (ii) în luna noiembrie, titluri de stat denumite în lei cu maturități de 2 ani, 4 ani și 6 ani la randamente de 6,95 la sută, 7,35 la sută, respectiv 7,70 la sută, în valoare de 477 milioane lei, și în euro, cu maturități de 3 ani, 5 ani și 10 ani, la randamente de 3,90 la sută, 5,00 la sută, respectiv 6,30 la sută, în valoare de 164 milioane euro; (iii) în luna decembrie, titluri de stat denumite în lei, cu maturități de 2 ani, 4 ani și 6 ani, la randamente de 6,55 la sută, 7,10 la sută, respectiv 7,50 la sută, în valoare de 464 milioane lei, și în euro, pe maturități de 3 ani, 5 ani și 10 ani, la randamente de 3,75 la sută, 4,75 la sută, respectiv 6,2 la sută, în valoare totală de 200 milioane euro. În plus, MF a emis, în luna octombrie, pe piața externă, euroobligățiuni denumite în euro, cu maturități de 7 ani, 12 ani și 20 de ani, la randamente de 5,49 la sută, 6,21 la sută, respectiv 6,62 la sută, în valoare totală de 4 miliarde euro.

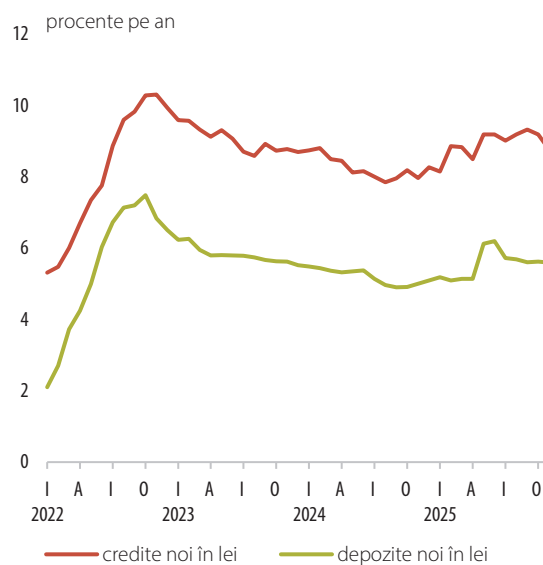
⁴¹ Prin eliminarea a două emisiuni cu maturități reziduale de 8 ani și, respectiv, 9,4 ani

⁴² Pe ansamblul trimestrului IV 2025, raportul dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor s-a situat la valoarea de 2,23, față de 2,26 în trimestrul anterior. Proporția dintre volumul acceptat și cel anunțat de MF s-a redus însă la 1,05, de la 1,27.

Grafic 3.5. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației*

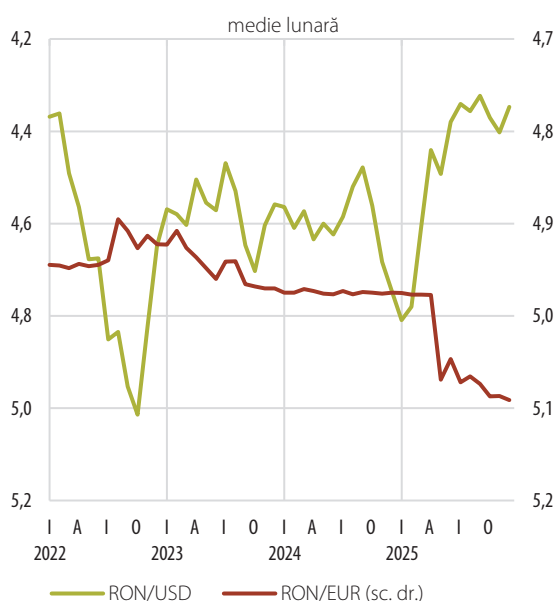


Grafic 3.6. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare



Rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare și-a întrerupt trendul ascendent, diminuându-se pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului IV cu 0,20 puncte procentuale față de trimestrul anterior, la o valoare medie de 8,97 la sută, pe seama costului mediu cu dobânda al ambelor categorii principale de împrumuturi (Grafic 3.6). Astfel, rata medie a dobânzii la creditele de valoare mică, sub echivalentul a 1 milion euro, a înregistrat o scădere pronunțată după patru trimestre de creștere (-0,48 puncte procentuale, la 9,24 la sută), iar cea pentru creditele de valoare mare, peste respectivul prag, s-a redus ușor pentru al doilea trimestru consecutiv (-0,13 puncte procentuale, până la 8,35 la sută).

Grafic 3.7. Cursul de schimb nominal



Randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale populației și-a temperat semnificativ creșterea față de trimestrul precedent (+0,09 puncte procentuale, până la 5,39 la sută), iar cel aferent plasamentelor societăților nefinanciare a continuat să se reducă, ceva mai lent totuși decât în precedentele trei luni (-0,06 puncte procentuale, până la 5,61 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

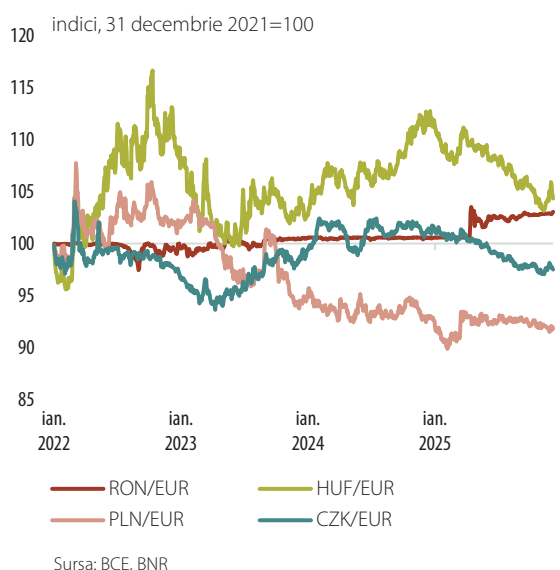
Cursul de schimb leu/euro a consemnat o creștere însemnată, dar temporară, în prima decadă a lui octombrie, pentru ca spre finele aceleiași luni să se înscrie și să se mențină apoi pe o traiectorie ușor ascendentă (Grafic 3.7).

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	11 luni 2024			11 luni 2025		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	5 464	24 487	-19 023	10 233	29 853	-19 620
Investiții directe	1 744	6 274	-4 530	696	7 730	-7 034
Investiții de portofoliu	1 717	13 716	-11 999	1 788	14 961	-13 172
Derivate financiare	49	0	49	55	0	55
Alte investiții	2 059	4 497	-2 438	2 680	7 162	-4 482
– numerar și depozite	1 165	-466	1 632	1 113	-108	1 221
– împrumuturi	97	2 108	-2 011	642	6 361	-5 719
– altele	797	2 856	-2 059	925	909	17
Active de rezervă ale BNR (net)	-104	0	-104	5 013	0	5 013

*) „+” creștere/„-” scădere

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



Raportul leu/euro a cunoscut o creștere relativ abruptă în prima decadă a lunii octombrie, pe care și-a corectat-o însă aproape integral în zilele următoare, pentru ca spre finele lunii să intre pe o pantă lent crescătoare. Comportamentul său, doar în mică măsură corelat cu evoluțiile din regiune, a avut ca resorturi schimbările de sentiment de pe piața financiară internațională – antrenate prioritar de revizuirii succesive ale așteptărilor investitorilor privind perspectiva ratei dobânzii Fed⁴³ –, dar și demersurile interne legate de adoptarea celui de al doilea pachet de măsuri fiscale corective (Tabel 3.1). Continuând să reflecte și influențe ale unor factori interni, cursul de schimb față de euro al coroanei cehe și cel al forintului maghiar și-au întrerupt ori și-au temperat tendința descendentă în luna octombrie, în timp ce rata de schimb a zlotului polonez a consemnat o scădere pronunțată, urmată însă la scurt timp de o creștere similară ca amplitudine⁴⁴ (Grafic 3.8).

Rata de schimb leu/euro și-a cvasistopat mersul ascendent în debutul lui noiembrie, însă și l-a reluat la mijlocul lunii, iar în decembrie și-a mărit întrucâtva fluctuațiile, în contextul modificărilor repetate ale așteptărilor investitorilor privind deciziile viitoare de politică monetară ale Fed, dar și pe fondul demersurilor interne legate de adoptarea integrală a celui de al doilea pachet de măsuri fiscale corective și a altor măsuri destinate consolidării bugetare. Evoluția raportului leu/euro s-a decorelat de cea a cursurilor de schimb față de euro ale principalelor monede din regiune, care și-au reluat/accelerat în noiembrie mișcarea descendentă⁴⁵, pentru ca în decembrie să consemneze creșteri semnificative, dar temporare, în contextul influențelor divergente decurgând din revizuirile așteptărilor investitorilor privind perspectiva

conduitei politicii monetare a băncilor centrale din aceste țări și din accentuarea trendului ascendent al raportului euro/dolar, reamorsat în luna noiembrie.

Raportul leu/dolar s-a plasat pe o traiectorie crescătoare până în debutul lunii noiembrie, pentru ca în a doua parte a trimestrului să își corecteze integral ascensiunea,

⁴³ Acestea au condus la accentuarea scăderii cursului de schimb euro/dolar.

⁴⁴ Pe ansamblul lunii octombrie, forintul s-a apreciat față de euro cu 0,4 la sută, coroana ceahă cu 0,1 la sută, iar zlotul polonez cu 0,2 la sută.

⁴⁵ Pe ansamblul lunii noiembrie, forintul s-a apreciat cu 1,5 la sută față de euro, iar coroana ceahă și zlotul polonez cu câte 0,3 la sută.

revenind în preajma nivelurilor atinse la finele trimestrului III 2025, în linie cu evoluția ratei de schimb a monedei americane pe piața financiară internațională.

Rulajul pieței valutare interbancare s-a mărit în trimestrul IV 2025 față de precedentele trei luni, iar soldul tranzacțiilor a redevenit negativ, deopotrivă pe seama operațiunilor nerezidenților și a tranzacțiilor rezidenților.

Pe ansamblul trimestrului IV 2025, leul și-a diminuat ritmul de depreciere nominală în raport cu euro, la 0,4 la sută^{46,47}, dar și ritmul de apreciere în termeni reali, la 1,4 la sută. Față de dolarul SUA, leul a slăbit în termeni nominali cu 0,8 la sută, după aprecierile semnificative consemnate în precedentele două trimestre, și și-a redus considerabil pasul de întărire în termeni reali, la 1,0 la sută.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În intervalul octombrie-noiembrie 2025, dinamica anuală a masei monetare (M3) și-a reluat scăderea întreruptă în trimestrul precedent, coborând la o valoare medie de 6,9 la sută⁴⁸, de la 8,5 la sută în trimestrul III, în corelație cu caracteristicile execuției bugetare și în condițiile continuării decelerării creșterii creditului acordat sectorului privat (Tabel 3.2).

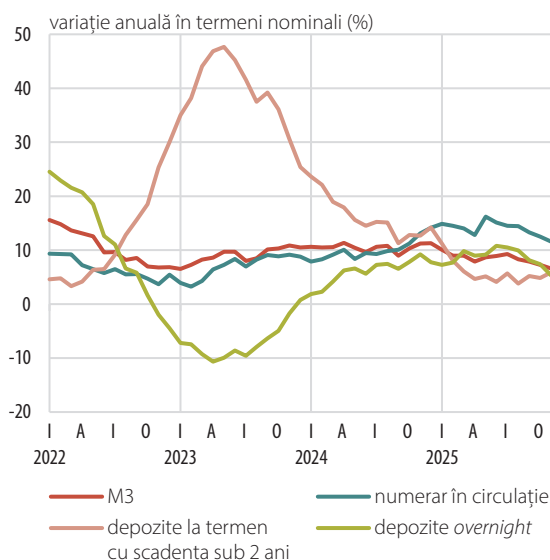
Tabel 3.2. Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

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

Scăderea a fost determinată integral de componenta cea mai lichidă a masei monetare (M1), al cărei ritm și-a accentuat descreșterea, atingând un minim al ultimelor cinci trimestre, în principal ca urmare a accelerării scăderii variației depozitelor ON în lei ale ambelor sectoare instituționale principale. Influențe suplimentare au venit din decelerarea creșterii depozitelor ON în valută (exprimate în euro) – deopotrivă pe seama evoluțiilor de pe segmentul populației și de pe cel al societăților nefinanciare –, precum și din descreșterea pe mai departe a dinamicii anuale de două cifre a numerarului în circulație (Grafic 3.9).

Depozitele la termen sub doi ani au continuat însă să își mărească ușor dinamica anuală pe ansamblul intervalului octombrie-noiembrie, de această dată cu aportul plasamentelor în lei, al căror ritm s-a redresat întrucâtva⁴⁹, în condițiile cvasistopării declinului în termeni anuali al depozitelor societăților nefinanciare. Evoluția a fost parțial contrabalansată ca impact de scăderea consemnată de variația componentei în valută (exprimată în euro)⁵⁰, tot pe seama plasamentelor societăților nefinanciare,

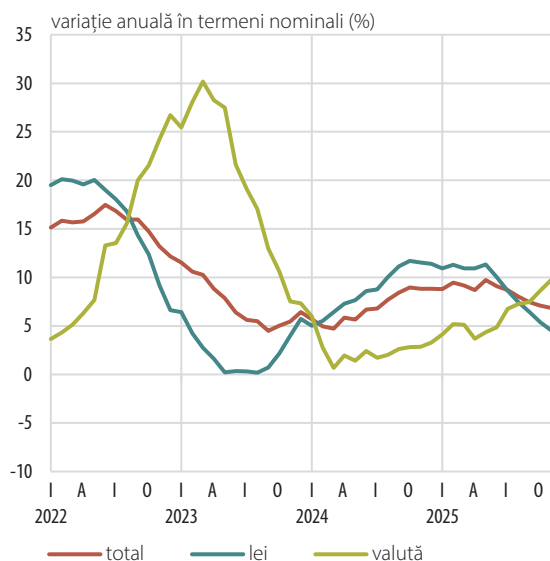
46 Față de trimestrul precedent, pe baza valorilor medii trimestriale ale cursului de schimb
47 În același interval, forintul s-a întărit în raport cu euro cu 2,4 la sută, coroana cehă cu 0,9 la sută, iar zlotul cu 0,5 la sută.
48 La rândul său, rata de creștere anuală reală a M3 a continuat să coboare în teritoriu negativ, ajungând la o medie de -2,6 la sută în octombrie-noiembrie 2025, de la -0,6 la sută în trimestrul III.
49 Acesta și-a întrerupt astfel mersul descendent din precedentele nouă trimestre.
50 După patru trimestre de creștere

Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare

față de trimestrul anterior, însă relativ lent, în condițiile în care adâncirea/intrarea în teritoriu negativ a dinamicii anuale reale a veniturilor salariale și a celor de natura asistenței sociale a fost acompaniată de accentuarea scăderii față de perioada similară a anului anterior a cumpărărilor de mărfuri și servicii, precum și de descreșterea ceva mai evidentă a variației înalte a deținerilor de titluri de stat ale persoanelor fizice.

a căror dinamică s-a redus abrupt, inclusiv sub influența unui efect de bază. Pe acest fond, ponderea M1 în M3 și-a accentuat mersul descendent, ajungând la 60,6 la sută în noiembrie – un minim al ultimelor șase luni –, de la 61,7 la sută la finele trimestrului III.

Din perspectiva principalelor categorii de deținători, descreșterea dinamicii M3 a reflectat în parte scăderea consemnată de variația depozitelor societăților nefinanciare, în condițiile creșterii plăților efectuate în contul impozitului pe profit și ale diminuării unor sume primite de la bugetul de stat⁵¹, precum și în corelație cu accentuarea declinului în termeni anuali al cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul și cu decelerarea creșterii creditului acordat acestui sector. O contribuție comparabilă a fost adusă de plasamentele populației, al căror ritm a continuat să se reducă

Grafic 3.10. Creditul acordat sectorului privat pe monede

La nivelul contrapartidelor M3, influențele în sensul descreșterii dinamicii masei monetare au venit din noua pierdere de ritm consemnată de creditul acordat sectorului privat și din scăderea variației creditului net al administrației publice centrale, în timp ce efecte de sens opus a generat mărirea pe mai departe a dinamicii activelor externe nete ale sistemului bancar.

Creditul acordat sectorului privat

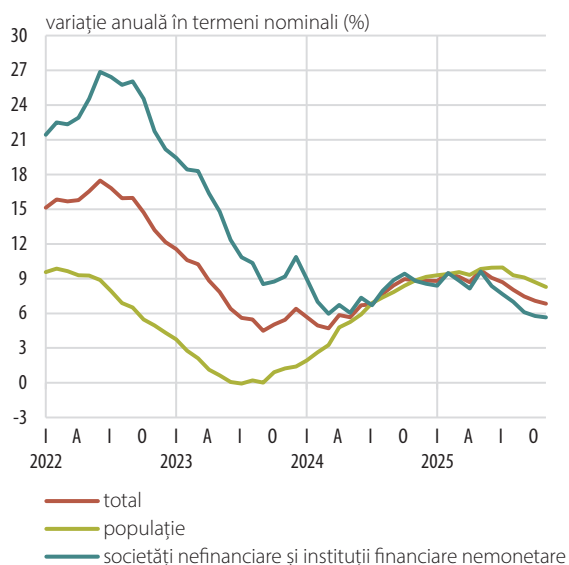
Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a înregistrat o nouă scădere moderată în octombrie-noiembrie 2025, ajungând la o valoare medie de 7,0 la sută⁵², de la 8,1 la sută în trimestrul III, în condițiile în care temperarea descreșterii variației componente în lei față de trimestrul anterior a fost însoțită de o încetinire a ascensiunii ritmului creditului în valută (exprimat

⁵¹ Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat, cheltuielile cu bunuri și servicii, cu subvenții și cele de capital s-au redus în termeni anuali în perioada octombrie-noiembrie 2025.

⁵² Dinamica anuală reală a creditului acordat sectorului privat a continuat să se adâncească în teritoriu negativ, până la -2,5 la sută în octombrie-noiembrie 2025, de la -1,0 la sută în trimestrul III.

în euro), Grafic 3.10. Pe acest fond, ponderea creditului în lei în total și-a accentuat scăderea, ajungând la 68,7 la sută în noiembrie, de la 69,1 la sută în luna septembrie.

Grafic 3.11. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Similar trimestrului anterior, pierderea de ritm a creditului acordat sectorului privat a fost determinată prioritar de împrumuturile societăților nefinanciare, a căror variație anuală și-a prelungit descreșterea reamorsată în trimestrul III, ca urmare a adâncirii în teritoriu negativ a dinamicii componentei în lei (Grafic 3.11). În același timp, creditul în valută (exprimat în euro) și-a temperat creșterea de ritm față de trimestrul precedent, în condițiile scăderii variației împrumuturilor pe termen scurt, care a contrabalansat parțial noua creștere înregistrată de variația finanțărilor pe termen mediu și lung.

La rândul ei, dinamica anuală a creditului populației s-a redus pentru al doilea trimestru consecutiv, în principal sub influența descreșterii pe mai departe a ritmului înalt al împrumuturilor în lei pentru consum și alte scopuri, căreia i s-a alăturat efectul

scăderii ușoare consemnate de dinamica creditului în lei pentru locuințe, după o creștere neîntreruptă de opt trimestre⁵³. Soldul creditului în valută acordat populației (exprimat în euro) a continuat însă să își atenueze ușor contracția amplă în termeni anuali.

⁵³ Dinamica anuală a creditelor noi efective (ajustate cu operațiunile de renegociere) a devenit negativă pe ansamblul intervalului octombrie-noiembrie 2025 în cazul ambelor categorii de împrumuturi.

4. Perspectivele inflației

Prognoza actualizată indică atenuarea ratei anuale a inflației în trimestrul I 2026, urmată de o majorare temporară în trimestrul II, în principal pe seama unor efecte de bază asociate reducerilor de preț din trimestrul II 2025 consemnate în cazul produselor energetice. Și în trimestrul următor se vor manifesta efecte statistice de bază, însă în sens opus și de o magnitudine mult mai amplă, acestea fiind determinate de scumpirea energiei electrice și de creșterile impozitelor indirecte din iulie-august 2025. Ca urmare, rata anuală a inflației va scădea substanțial în trimestrul III a.c., evoluție susținută suplimentar de persistența și chiar amplificarea deficitului de cerere din economie. Pe restul intervalului proiecției, dinamica IPC se va reduce treptat, reflectând influențele dezinflaționiste persistente ale măsurilor fiscale deja adoptate, transmise prin comprimarea cererii agregate, precum și ale ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, în pofida unui puseu al acestora, manifestat din a doua jumătate a anului precedent. În aceste condiții, rata anuală a inflației este proiectată la 3,9 la sută la sfârșitul anului 2026 și la 2,9 la sută la finele anului 2027.

Comparativ cu valorile publicate în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2025, rata anuală a inflației IPC a fost revizuită ușor în sens ascendent pe tot parcursul intervalului de prognoză, cu 0,2 puncte procentuale la finele anului curent și cu 0,1 puncte procentuale în trimestrul III 2027, orizontul proiecției precedente. Revizuirea reflectă contribuții mai ridicate din partea indicelui CORE2 ajustat, a gazelor naturale, a produselor din tutun și ale celor cu prețuri administrate, doar parțial contrabalansate de perspective mai favorabile pentru componentele LFO, energie electrică și combustibili.

Cu precădere pe termen mediu, balanța riscurilor la adresa inflației IPC rămâne orientată în sens ascendent față de traiectoria din scenariul de bază. Pe plan extern, persistența tensiunilor geopolitice continuă să reprezinte o sursă considerabilă de incertitudine, la care se adaugă riscul unor fluctuații pronunțate ale cursului euro-dolar, cu potențial de transmitere asupra dinamicii prețurilor interne prin mai multe canale. În plan intern, incertitudinile sunt amplificate de amânarea cu un an a liberalizării pieței gazelor naturale și privesc, în absența unor informații operaționale clare până la finalizarea scenariului de bază, configurarea etapelor de tranziție și a modului în care acestea se vor reflecta asupra formării și dinamicii prețurilor, atât înaintea, cât și ulterior datei de 1 aprilie 2027.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Comparativ cu *Raportul* precedent, dinamica activității economice a partenerilor externi, aproximată prin agregatul PIB UE efectiv, a fost revizuită ușor în sus în 2026, la 1,3 la sută față de 1,2 la sută (Tabel 4.1). Ulterior, în anul 2027, indicatorul este anticipat a se plasa la 1,5 la sută. La nivel trimestrial, se anticipează o ușoară accelerare

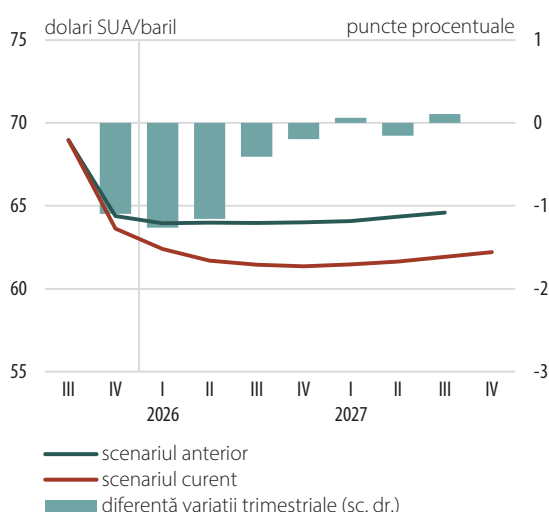
a activității economice a partenerilor externi pe parcursul anului curent, comparativ cu a doua jumătate a anului 2025, susținută de o reducere relativă a incertitudinilor asociate politicilor comerciale. Această evoluție are loc în pofida menținerii la niveluri încă ridicate a incertitudinilor geopolitice și este favorizată de o cerere extracomunitară mai dinamică, precum și de prețuri energetice mai scăzute. Pe termen mediu, dinamica indicatorului va fi susținută și de creșterea venitului disponibil al gospodăriilor populației, precum și de impulsul fiscal asociat sporirii cheltuielilor pentru apărare și infrastructură. Totuși, deviația cererii externe efective este estimată a persista în teritoriu negativ pe întregul interval de proiecție, similar evaluării precedente.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2026	2027
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,3	1,5
Inflația anuală din zona euro (%)	1,9	1,8
Inflația anuală din zona euro exclusiv produse energetice (%)	2,2	2,0
Inflația anuală IPC SUA (%)	3,0	2,3
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	2,1	2,2
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,18	1,18
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	61,7	61,8

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

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



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

Rata medie anuală a inflației din zona euro a fost revizuită în sens ascendent pentru anul curent cu +0,2 puncte procentuale față de *Raportul* anterior, pe seama evoluției componentelor energetice, a tarifelor serviciilor și a prețurilor bunurilor industriale non-energetice. După ce a atins 2 la sută în luna decembrie 2025, rata anuală a inflației *headline* a coborât în ianuarie 2026 la 1,7 la sută, urmând să se poziționeze în apropierea reperului de 2 la sută pentru restul intervalului de prognoză, fără a-l depăși. La orizontul proiecției, trimestrul IV 2027, aceasta este așteptată să se plaseze la 1,9 la sută.

Prognoza ratei inflației IAPC exclusiv energia⁵⁴ din zona euro în anul 2026 a fost revizuită ușor în sus față de *Raportul* anterior, la 2,2 la sută comparativ cu 2,1 la sută. În profil trimestrial, dinamica anuală a ratei inflației IAPC excluzând energia o urmează pe

cea a inflației *headline*, fiind însă mai alertă pe termen scurt și mediu decât aceasta. Printre factorii care influențează evoluția indicatorului se numără un declin gradual

⁵⁴ O măsură care aproximează inflația importată a României.

al inflației din sectorul serviciilor, în contextul temperării presiunilor salariale, dar și moderarea inflației bunurilor ca urmare a aprecierii euro. La orizontul prognozei, rata inflației IAPC exclusiv energia este evaluată să se poziționeze la un nivel ușor superior celui al inflației *headline*, respectiv 2 la sută.

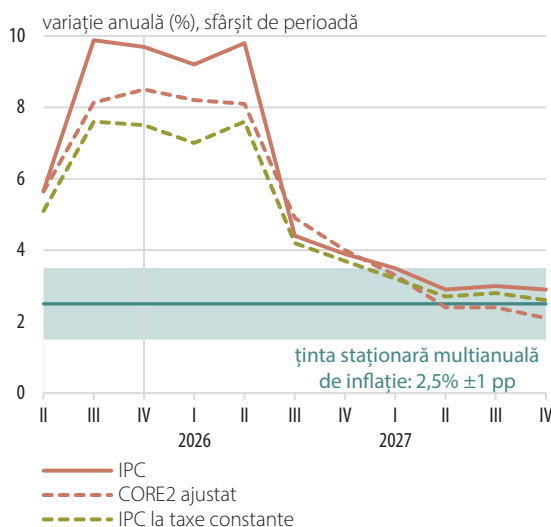
Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este anticipată a se menține la nivelul de 2 la sută în mare parte a anului 2026. Pe termen mai lung, este anticipată o traiectorie ușor ascendentă, dar graduală, până la circa 2,3 la sută în trimestrul IV 2027. Poziționarea ratei reale a dobânzii EURIBOR la 3 luni în raport cu nivelul său estimat de echilibru sugerează un efect marginal stimulator al conduitei politicii monetare a BCE, care este anticipat să persiste pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză.

Pe parcursul anului 2025, dolarul american a înregistrat o tendință de depreciere consistentă față de moneda europeană, plasându-se la 1,16 USD/EUR în trimestrul IV 2025 față de un nivel de 1,07 USD/EUR în trimestrul IV 2024. Evoluția a reflectat, pe de o parte, reorientarea fluxurilor de capital dinspre economia americană, pe fondul deteriorării graduale a fundamentelor acesteia, inclusiv în contextul accentuării politicilor protecționiste, și, pe de altă parte, îmbunătățirea perspectivelor macroeconomice din zona euro. Tendința a fost consolidată în a doua parte a anului de reducerea diferențialului dintre ratele dobânzilor din SUA și zona euro, ca urmare a relaxării politicii monetare de către Rezerva Federală. În scenariul de bază, cursul EURUSD este proiectat să se stabilizeze în jurul nivelului de 1,18 pe termen scurt și să rămână apropiat de această valoare pe orizontul prognozei, într-un context caracterizat în continuare de episoade recurente de volatilitate.

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent a fost fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și anticipează o traiectorie ușor descendentă pe termen mediu, pe fondul ofertei robuste, în ciuda conflictelor din Orientul Mijlociu. Astfel, la orizontul proiecției, prețul petrolului Brent este prevăzut a se plasa în jurul valorii de 62,2 dolari SUA/baril

(Grafic 4.1). Pe latura cererii, pe termen scurt și mediu, perspectivele sunt precare, afectate de intensificarea măsurilor protecționiste de la nivel global. Pe latura ofertei, potrivit estimărilor Energy Information Administration (EIA), este de așteptat să persiste un surplus și în anul 2026, în condițiile în care producția globală ar urma să depășească cererea cu aproximativ 3,85 milioane de barili pe zi. Cu toate acestea, evoluția prețului petrolului rămâne marcată de un grad ridicat de incertitudine, pe fondul tensiunilor geopolitice persistente, legate atât de riscul unor întreruperi ale livrărilor din Iran, cât și de evoluțiile recente ale conflictului din Ucraina.

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



1.2. Perspectivele inflației

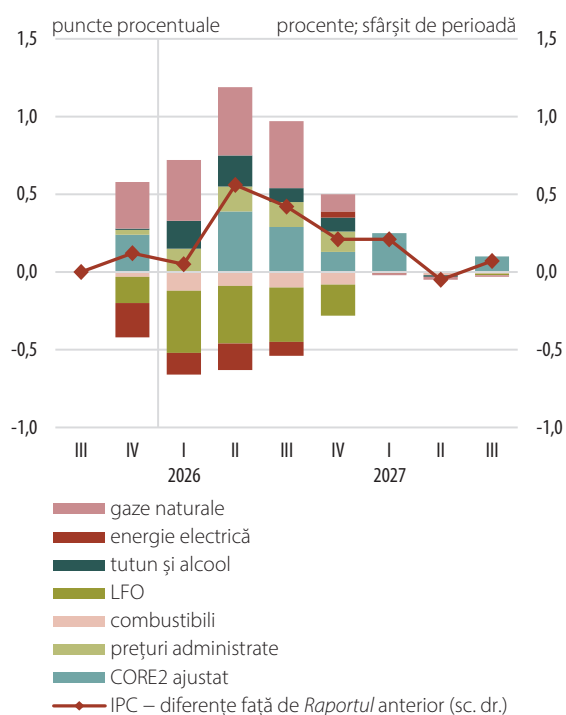
După o temperare ușoară pe parcursul trimestrului IV 2025, rata anuală a inflației IPC s-a situat la 9,69 la sută în luna decembrie, iar proiecția actualizată indică

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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2026				2027			
	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	9,2	9,8	4,4	3,9	3,5	2,9	3,0	2,9
Proiecție IPC*	7,0	7,6	4,2	3,7	3,2	2,7	2,8	2,6
Proiecție CORE2 ajustat	8,2	8,1	4,9	4,0	3,3	2,4	2,4	2,1

*) calculat la taxe constante

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



Sursa: proiecție BNR

o continuare a scăderii în trimestrul I al anului curent, până la 9,2 la sută în luna martie. În trimestrul II însă, este anticipat un episod de creștere temporară, determinat preponderent de efecte de bază asociate reducerilor de preț înregistrate în trimestrul II 2025 în cazul gazelor naturale, și, într-o măsură mai redusă, al combustibililor și energiei electrice (Grafic 4.2, Tabel 4.2). Ulterior, în trimestrul III 2026, rata anuală a inflației este proiectată să se reducă substanțial, ca urmare a ieșirii din baza de calcul a scumpirii energiei electrice și a majorării impozitelor indirecte din anul precedent, ajustarea fiind accentuată de persistența și chiar amplificarea deficitului de cerere. Pe restul intervalului de prognoză, dinamica IPC va continua să se tempereze gradual, sub influența efectelor dezinflaționiste persistente ale măsurilor fiscale deja adoptate, propagate prin canalul cererii agregate, și a corecției așteptărilor privind inflația. Ca urmare, rata anuală a inflației este proiectată la 3,9 la sută la sfârșitul anului curent și la 2,9 la sută la finele celui viitor, atingerea limitei superioare a intervalului țintei fiind anticipată pentru trimestrul I 2027, iar revenirea în interiorul acestuia în trimestrul II 2027, cu un trimestru mai târziu decât în prognoza precedentă (Grafic 4.2, Tabel 4.2).

Comparativ cu valorile publicate în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2025, rata anuală a inflației IPC a fost revizuită ușor în sens ascendent pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză, mai vizibil în trimestrele II și III ale anului curent (Grafic 4.3). Revizuirea reflectă contribuții mai ridicate din partea inflației de bază, pe tot intervalul proiecției și, într-o măsură mai redusă și localizată în prima jumătate a intervalului, din partea gazelor naturale, a produselor din tutun și a celor

cu prețuri administrate. Aceste efecte sunt parțial contrabalansate în cursul anului curent de perspectivele mai favorabile în cazul componentelor LFO, energie electrică și combustibili. Astfel, rata anuală a inflației IPC este mai ridicată cu 0,2 puncte procentuale la finele anului curent și cu 0,1 puncte procentuale în trimestrul III 2027, orizontul prognozei precedente.

În ceea ce privește rata anuală a inflației CORE2 ajustat, aceasta este proiectată să se mențină la valori ridicate în prima parte a anului curent, cu o ușoară scădere în trimestrul I și o relativă stagnare în trimestrul II, urmând ca în trimestrul III 2026 să înregistreze o corecție mai amplă, odată cu ieșirea din baza de calcul a impactului majorării impozitelor indirecte din anul precedent. Ulterior, indicatorul este anticipat

să urmeze o traiectorie de reducere graduală până la orizontul proiecției, atingând valori de 4,0 la sută la finele anului curent și de 2,1 la sută în decembrie 2027 (Grafic 4.2). Dinamica este configurată preponderent de efectele contracționiste ale măsurilor de consolidare fiscală deja adoptate, reflectate în adâncirea deficitului de cerere și în ajustarea anticipațiilor inflaționiste. La dezinflație contribuie, suplimentar, disiparea treptată a presiunilor manifestate recent, vizibile cu precădere la nivelul serviciilor și al alimentelor procesate, asociate majorărilor anterioare ale costurilor cu forța de muncă și energia, precum și disiparea efectului unor șocuri punctuale – scumpiri la abonamente radio-TV sau unele bunuri alimentare, precum cafea, dulciuri, pe fondul creșterii cotațiilor internaționale ale materiilor prime. Influența dezinflaționistă a prețurilor bunurilor din import, susținută de reducerea anticipată a inflației IAPC exclusiv energie din zona euro, este parțial contrabalansată, până la jumătatea anului 2026, de transmiterea mai amplă a efectelor episodului de depreciere a leului din trimestrul II 2025. În sens opus, prognoza include un impact inflaționist moderat asociat eliminării, în luna aprilie a anului curent, a măsurii de plafonare a adaosului comercial pentru alimentele de bază⁵⁵.

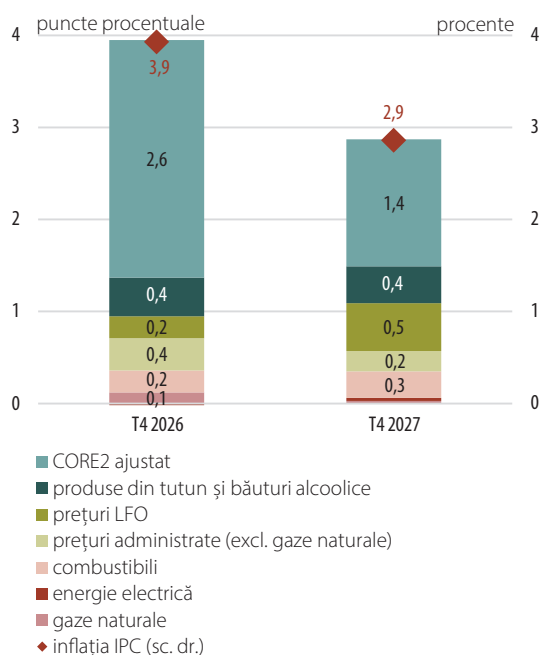
Din perspectiva subcomponentelor indicelui CORE2 ajustat, pe termen mediu se conturează menținerea unei dinamici a prețurilor serviciilor superioare celei aferente bunurilor. Acest ecart, frecvent observat și la nivelul economiilor din UE⁵⁶, reflectă un ansamblu de factori structurali specifici sectorului serviciilor, precum avansul mai lent al productivității comparativ cu sectorul industrial, presiunile salariale relativ ridicate – inclusiv cele asociate efectului Balassa-Samuelson –, și ponderea ridicată a costurilor cu forța de muncă în totalul costurilor de producție. Aceștia li se adaugă o cerere de fond în creștere pe termen lung pentru servicii, pe măsura majorării veniturilor reale și a reorientării treptate a consumului dinspre bunuri de strictă necesitate către servicii. Pe termen scurt, deși slăbiciunea cererii agregate limitează transferul integral al costurilor în prețuri, rigiditățile structurale ale sectorului susțin persistența unui diferențial pozitiv de inflație față de bunuri.

Față de proiecția din *Raportul* precedent, rata anuală a inflației de bază este revizuită în sens ascendent pe tot intervalul de proiecție, cu 0,2 puncte procentuale la finele anului curent și cu 0,1 puncte procentuale în trimestrul III 2027. Revizuirea este mai amplă în intervalul trimestrul II 2026 – trimestrul I 2027, reflectând încorporarea impactului șocurilor inflaționiste recente la nivelul bunurilor alimentare și serviciilor, precum și a efectului eliminării plafonului aplicat adaosului comercial la alimentele de bază. În același timp, anticipațiile inflaționiste au fost revizuite în sus, dar mai consistent pe orizontul scurt de timp, iar deviația PIB a fost reevaluată în jos în primul trimestru al anului curent și în sens ascendent începând din trimestrul II 2026 până la orizontul proiecției.

⁵⁵ Impactul eliminării plafonului a fost calibrat într-o manieră relativ prudentă, la 0,2 puncte procentuale asupra inflației de bază, respectiv 0,13 puncte procentuale asupra ratei anuale a inflației IPC. La evaluare au fost avute în vedere incertitudinile multiple care planează asupra magnitudinii impactului, legate de interacțiunea unor factori precum condițiile de cerere și comportamentul anterior de protejare a marjelor comerciale de către retailerii – prin scumpirea altor produse – *shiftflation*, *waterbed effect* –, dar și de imposibilitatea calculării cu exactitate a ponderii produselor alimentare supuse plafonării.

⁵⁶ În cazul României, ecartul a fost atenuat în trecut de ponderea mai ridicată a serviciilor de telecomunicații, cu rate ale inflației mai reduse. Această pondere a scăzut însă constant în detrimentul celei a serviciilor *labour-intensive*, precum restaurante, cafenele, cantine, cinematografe, teatre, muzee, cheltuieli cu învățământul și turismul, îngrijire medicală, igienă și cosmetică, care înregistrează istoric rate ale inflației mai ridicate.

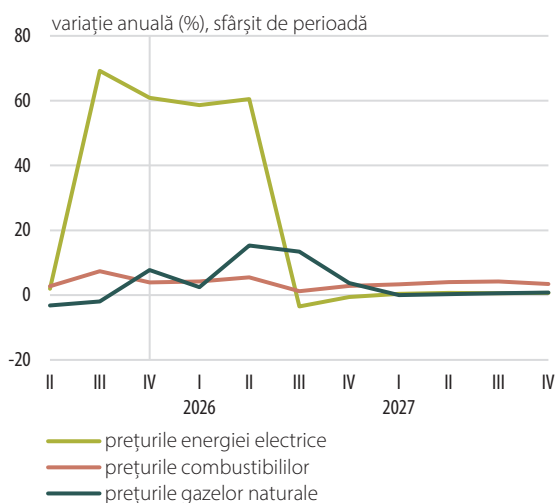
Grafic 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC*



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

Sursa: INS, proiecție BNR

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



Sursa: INS, proiecție BNR

Contribuția cumulată a componentelor exogene ale coșului la rata anuală a inflației IPC este proiectată la 1,4 puncte procentuale la finele anului curent, ușor peste nivelul din *Raportul* din noiembrie 2025 (revizuire de 0,1 puncte procentuale), și la 1,5 puncte procentuale la orizontul proiecției, decembrie 2027 (Grafic 4.4). Reevaluarea ascendentă din decembrie 2026 reflectă, cu precădere, perspective mai puțin favorabile pentru tarifele la gaze naturale și energie electrică, pentru prețurile administrate și pentru cele ale produselor din tutun, influențe doar parțial compensate de ajustări descendente ale prețurilor volatile ale LFO și ale combustibililor. Valoarea din trimestrul III 2027 (orizontul proiecției precedente) este relativ similară celei proiectate în *Raportul* anterior.

Evoluțiile relativ favorabile ale cotațiilor petrolului consemnate în ultimul trimestru al anului trecut au condus la temperarea dinamicii anuale a prețului combustibililor la finele anului 2025 (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Pe fondul efectelor de bază asociate majorării impozitelor indirecte din trimestrul III 2025, evoluția componentei este anticipată să se diminueze suplimentar în a doua jumătate a anului curent, la valori plasate în interiorul intervalului din jurul țintei centrale. Comparativ cu *Raportul asupra inflației* precedent, traiectoria a fost revizuită descendent pe parcursul anului 2026. Pentru restul intervalului este așteptată o menținere a dinamicii anuale în proximitatea marginii superioare a intervalului țintei centrale, în contextul relativei stabilizări a cotațiilor *futures* ale țițeiului⁵⁷.

Ritmul anual de creștere a prețurilor energiei electrice este imprimat în prima jumătate a anului curent de impactul liberalizării⁵⁸ pieței de profil din luna iulie 2025 – cu efect timp de 12 luni – (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Ulterior epuizării efectelor inflaționiste menționate, sunt anticipate evoluții benigne ale dinamicii anuale ale grupeii. Ajustarea ascendentă a traiectoriei față de cea din

⁵⁷ Pentru detalii, a se consulta Secțiunea 1.1. Ipoteze externe.

⁵⁸ Atât prețurile energiei electrice, cât și cele ale gazelor naturale au redevenit temporar administrate începând cu luna ianuarie 2023 ca urmare a intrării în vigoare a schemei de plafonare, în conformitate cu OUG nr. 27/2022. Ulterior, ca urmare a expirării schemei de plafonare a prețurilor energiei electrice începând cu luna iulie 2025, tarifele acestei componente se stabilesc în linie cu mecanismele pieței libere.

Tabel 4.3. Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă		
	dec. 2025	dec. 2026	dec. 2027
Prețuri bunuri energetice	18,9	2,1	2,2
Prețuri combustibili	4,0	2,8	3,4
Prețuri energie electrică	60,9	-0,6	0,7
Prețuri gaze naturale	7,7	3,7	0,8
Prețuri LFO	4,5	4,0	8,5
Prețuri administrate (excl. gaze naturale)	9,6	5,8	3,6
Prețuri produse din tutun și băuturi alcoolice	6,8	5,9	5,6

Sursa: INS, proiecție BNR

Raportul asupra inflației precedent, la finele anului curent, este explicată în principal de majorarea unor tarife administrate⁵⁹, îndeosebi cele aferente distribuției energiei electrice către consumatorii casnici. Pentru restul intervalului de proiecție, în absența unor informații noi privind ofertele furnizorilor din piață, scenariul de bază încorporează, similar rundei anterioare, modificări marginale ale prețurilor energiei electrice.

Cererea sporită de gaze naturale, pe fondul temperaturilor mai scăzute din actualul sezon rece, a imprimat o tendință ascendentă a prețurilor în trimestrul IV al anului trecut. Informațiile de la autorități, disponibile la momentul finalizării

analizei pentru *Raportul asupra inflației*, indică prefigurarea unui cadru de stabilitate a prețurilor acestei categorii de bunuri în intervalul 1 aprilie 2026 – 31 martie 2027. În aceste condiții, dinamica anuală a prețurilor gazelor naturale este proiectată să se tempereze gradual până în trimestrul I 2027, către valori apropiate de ținta centrală, iar pentru restul intervalului de proiecție sunt presupuse ajustări minore, similar rundei anterioare (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Traectoria prognozată se situează peste cea din *Raportul asupra inflației* precedent până în trimestrul I 2027, reflectând în principal majorările recente de preț operate de principalii furnizori din piață.

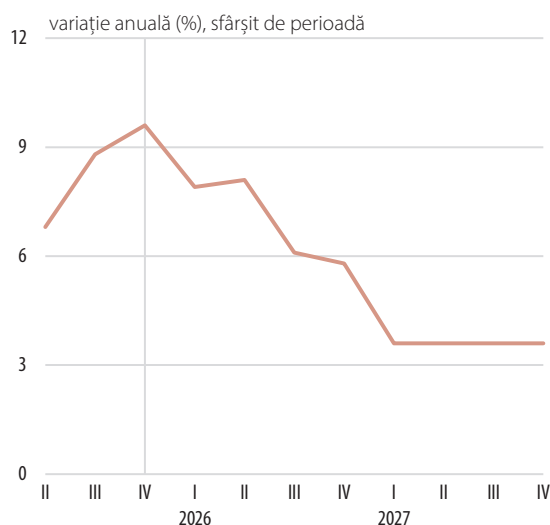
Dinamica anuală a prețurilor administrate⁶⁰ este configurată în prima parte a intervalului proiecției în principal de efectele inflaționiste ale majorării TVA din luna august 2025, cu impact timp de 12 luni, și de scumpirile previzionate pentru începutul anului curent în segmentele apă-canal-salubritate și medicamente, fiind anticipată a consemna valori plasate semnificativ peste intervalul țintei centrale până în trimestrul IV 2026 (Grafic 4.6, Tabel 4.3). Acestea din urmă au determinat revizuirea ascendentă a ratei anuale a inflației grupei pentru finele anului curent. Pentru restul intervalului de prognoză, se anticipează o stabilizare a dinamicii anuale a componentei la niveluri apropiate de cele previzionate anterior, evoluția fiind fundamentată pe baza tiparului istoric al ajustărilor operate în cazul principalelor categorii de produse.

Evoluțiile recente, mai favorabile decât se preconiza anterior⁶¹, au determinat temperarea vizibilă a dinamicii anuale a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) în prima parte a intervalului proiecției (Grafic 4.7, Tabel 4.3). Astfel, nivelul pentru finele anului curent a fost revizuit semnificativ descendent față de runda anterioară. Pentru restul intervalului de proiecție, similar rundei anterioare, se preconizează menținerea ritmului anual la valori situate peste limita superioară a benzii de variație a țintei, în linie cu evoluțiile istorice și mediile multianuale.

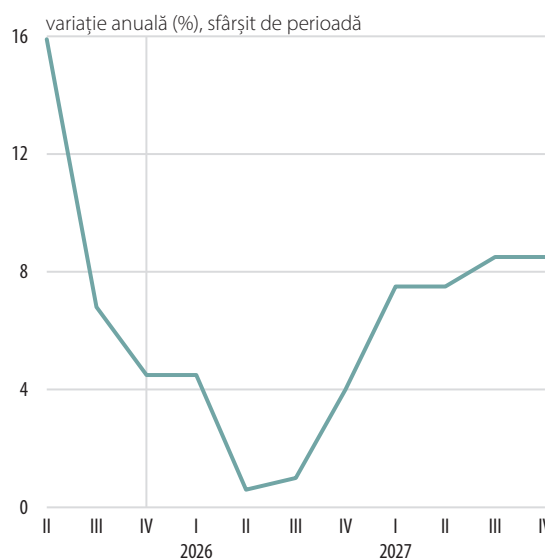
⁵⁹ Tarife de sistem, de transport etc.

⁶⁰ Aproximativ 90 la sută din ponderea grupei este deținută de medicamente și apă-canal-salubritate.

⁶¹ Recoltă de toamnă mai abundentă și evoluții mai favorabile în cazul prețului ouălor

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

Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.7. Inflația anuală a prețurilor LFO

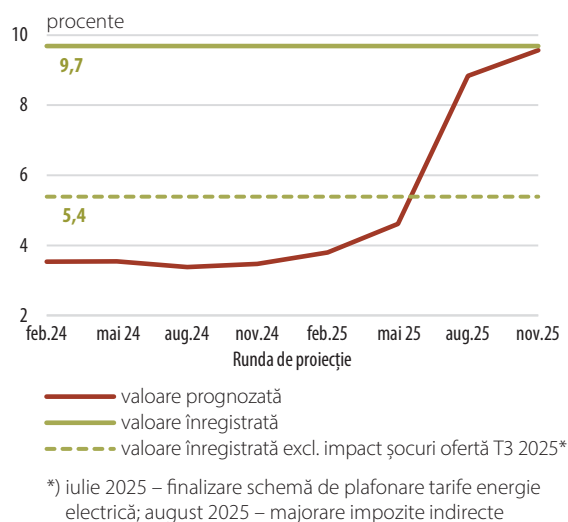
Sursa: INS, proiecție BNR

În primele trei trimestre ale anului curent, traiectoria dinamicii anuale a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este grevată de impactul direct al majorării impozitelor indirecte în august 2025 – TVA și accizele aplicabile acestor produse. Nivelul pentru finele anului 2026 a suferit o revizuire semnificativă în sus, ca urmare a încorporării unei majorări suplimentare a prețului pachetului de țigări la începutul anului curent. Ulterior, se preconizează o temperare ușoară a dinamicii grupei (Tabel 4.3). Evoluția componentei pe termen mediu 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.

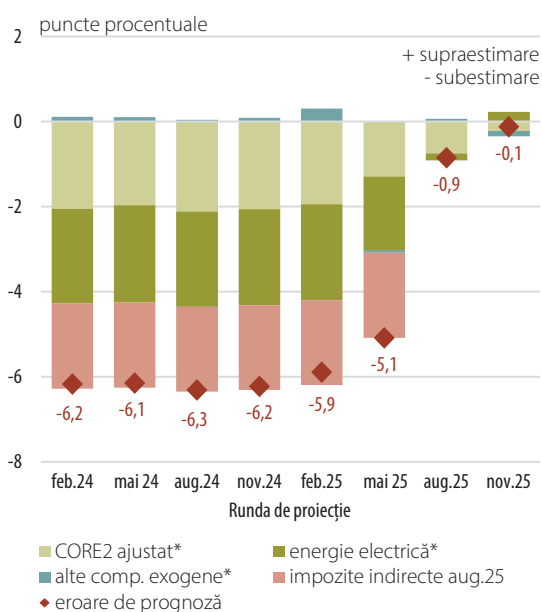
Casetă. Evaluarea acurateții prognozelor macroeconomice pentru rata anuală a inflației IPC în luna decembrie 2025

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.

Proiecția ratei anuale a inflației IPC aferentă lunii decembrie 2025 a făcut obiectul rundelor succesive de prognoză desfășurate în intervalul februarie 2024 – noiembrie 2025. Valoarea efectiv consemnată (9,69 la sută) a fost subestimată în toate cele opt runde de proiecție analizate (Grafic A), erorile de prognoză situându-se între 0,13 și 6,31 puncte procentuale. O contribuție majoră la această subestimare în rundele de prognoză din intervalul februarie 2024 – mai 2025 a provenit din măsurile cu caracter administrativ și, respectiv, din deciziile de politică publică cu impact direct asupra prețurilor, implementate în trimestrul III 2025 – finalizarea schemei de plafonare a tarifelor la energia electrică începând cu luna iulie 2025 și majorarea cotei de TVA și a accizelor începând cu luna august 2025. Impactul cumulat al acestor măsuri asupra ratei anuale a inflației IPC este estimat la aproximativ 4,3 puncte procentuale (2,3 puncte procentuale, respectiv 2 puncte

Grafic A. Rata anuală a inflației IPC în decembrie 2025: valori prognozate vs. valoare înregistrată

Sursa: INS, prognoze BNR

Grafic B. Descompunerea erorilor de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC în decembrie 2025 pe componente ale coșului IPC

Sursa: INS, prognoze și calcule BNR

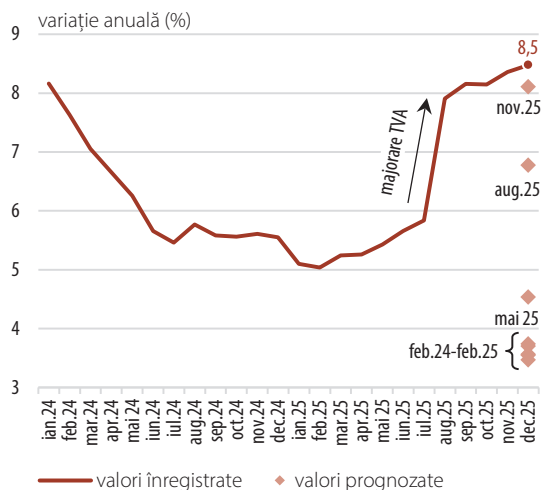
procentuale). Odată cu materializarea acestor șocuri și integrarea lor explicită în scenariul de bază, erorile de prognoză s-au redus semnificativ, după cum indică rundele din august și noiembrie 2025.

Tendința de subestimare a caracterizat, de asemenea, prognozele privind rata anuală a inflației CORE2 ajustat aferentă lunii decembrie 2025 (Grafic B). Având în vedere inclusiv reducerea substanțială a inflației de bază observată în anul 2023 și în prima jumătate a anului 2024, prognozele realizate pe parcursul anului 2024 au presupus continuarea procesului dezinflaționist, însă într-un ritm relativ mai atenuat pe termen mediu, cu anticiparea unei poziționări a indicatorului la limita superioară a intervalului de variație asociat țintei de inflație sau ușor peste aceasta la orizontul lunii decembrie 2025 (Grafic C). În a doua jumătate a anului 2024 însă, dinamica anuală a indicelui CORE2 ajustat a intrat într-o fază de cvasistagnare, pe fondul anului agricol slab, cu impact asupra prețurilor alimentelor procesate, precum și al intensificării presiunilor salariale, inclusiv ca urmare a majorărilor succesive ale salariului minim. Această evoluție s-a accentuat în primul trimestru al anului 2025, când traiectoria descendentă a inflației de bază s-a inversat, pe fondul persistenței presiunilor din partea cotațiilor agroalimentare și al creșterii costurilor cu forța de muncă în industria alimentară, amplificate de ajustările salariale operate de angajatori pentru compensarea parțială a pierderilor de venit ale angajaților în contextul eliminării facilităților fiscale.

Totuși, subestimarea ratei anuale a inflației de bază la orizontul decembrie 2025 a fost determinată preponderent de evoluțiile din a doua parte a anului trecut. O contribuție substanțială a provenit, și în acest caz, din majorarea impozitelor indirecte în luna august 2025, al cărei impact asupra ratei inflației CORE2 ajustat este evaluat la aproximativ 1,8 puncte procentuale. În plus, acest episod

a generat scumpiri mai ample și mai generalizate decât cele corespunzătoare unei simple transferări integrale a creșterii cotei TVA în prețurile finale, reflectând inclusiv efecte de rotunjire în sus a prețurilor practice de comercianți și o transmisie întârziată în cazul unor bunuri cu sezonabilitate pronunțată a vânzărilor,

Grafic C. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat: evoluții istorice și valori prognozate pentru orizontul decembrie 2025



Sursa: INS, prognoze BNR

precum articolele de îmbrăcăminte. Aceste mecanisme au fost captate în prognozele BNR doar *ex post*, respectiv parțial în runda din august și integral în cea din noiembrie 2025.

Majorarea impozitelor indirecte, reflectată inclusiv într-o creștere abruptă a anticipațiilor inflaționiste, s-a suprapus unei serii de șocuri suplimentare de ofertă, între care se disting dinamica susținută a costurilor cu forța de muncă – cu precădere în sectorul serviciilor, dar și în industria alimentară –, precum și efectele indirecte ale scumpirii energiei electrice pentru companii, transmise asupra prețurilor finale prin canalul costurilor de producție⁶². Persistența acestor presiuni a fost subestimată de-a lungul rundelor de prognoză, reflectând o dificultate mai generală, semnalată și în evaluările altor bănci centrale, de a surprinde caracterul de durată al presiunilor inflaționiste

din ultimii ani (a se vedea, de exemplu, *Forecast Evaluation Report*, Banca Angliei, ianuarie 2026, sau discursul „The 2021-2022 inflation surges and monetary policy response”, BCE, noiembrie 2024)⁶³.

În plus, nivelul inflației CORE2 ajustat din decembrie 2025 a fost influențat de scumpiri punctuale, dar semnificative, în trimestrul IV 2025, la unele produse alimentare (precum cafeaua și dulciurile), pe fondul tensiunilor de pe piețele internaționale ale materiilor prime, precum și la anumite servicii (de exemplu, abonamentele radio-TV), cu un impact cumulat estimat la aproximativ 0,2 puncte procentuale.

Natura și amplitudinea unor astfel de șocuri sunt dificil de anticipat *ex ante*. În aceste condiții, integrarea lor în procesul decizional de politică monetară se realizează, în mod rezonabil, prin intermediul scenariilor de risc⁶⁴ asociate prognozelor din scenariul de bază, utilizate de băncile centrale în fundamentarea deciziilor.

⁶² Eliminarea plafoanelor la tarifele la electricitate în iulie 2025 a afectat mai puternic producătorii din industria alimentară și IMM, inclusiv din sectorul serviciilor, care beneficiau de plafoane mai scăzute decât ceilalți operatori economici.

⁶³ Persistența inflației a fost dificil de anticipat deoarece șocurile de ofertă inițiale au interacționat cu anticipațiile inflaționiste și cu alte mecanisme endogene de propagare, generând efecte de runda a doua mai puternice și mai durabile, într-un context marcat de incertitudine ridicată și schimbări rapide ale mediului macroeconomic.

⁶⁴ Cele mai importante surse de risc care pot conduce la abateri ale ratei inflației IPC de la traiectoria prognozată sunt prezentate în cadrul *Rapoartelor asupra inflației*, în Secțiunea 2 a Capitolului 4. Riscuri asociate proiecției. În perioada analizată, au fost semnalate în mod reiterat incertitudinile ridicate privind configurația viitoare a schemelor de sprijin destinate consumatorilor casnici, măsurile fiscale asociate procesului de consolidare fiscală, precum și evoluțiile de pe piața muncii.

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

Deviația PIB (*gapul PIB*)

În trimestrul III 2025 PIB real a înregistrat o comprimare ușoară, de -0,2 la sută în termeni trimestriali⁶⁵, foarte apropiată de așteptările formulate în *Raportul* precedent. Pe latura de utilizare însă, au existat anumite divergențe față de valorile prognozate. Consumul efectiv al gospodăriilor populației a avansat marginal, comparativ cu anticiparea unei contracții modeste a acestuia, în timp ce formarea brută de capital fix (FBCF) a înregistrat o creștere semnificativ mai pronunțată față de valorile proiectate. Exportul net a avut o contribuție cvasinulă la dinamica PIB, apropiată de așteptări: importurile au fost marginal mai alerte decât se anticipa, iar exporturile au evoluat în linie cu prognoza, ambele componente consemnând creșteri relativ modeste în trimestrul III 2025. Totodată, dinamica trimestrială a PIB real implică un aport negativ apreciabil din partea componentei reziduale – variația stocurilor și discrepanța statistică –, componentă cu relevanță economică limitată.

Pentru trimestrul IV 2025 este anticipată o contracție a activității economice în termeni trimestriali, mai pronunțată decât în trimestrul III, urmată de o probabilă stagnare a PIB în trimestrul I 2026. Activitatea economică este anticipată să reflecte efectele în continuare inhibitoare ale măsurilor de consolidare fiscală inițiate în trimestrul III 2025, cu un impact în amplificare la începutul anului 2026. Erodarea venitului disponibil real al gospodăriilor populației, accentuată după intrarea în vigoare a celui de al doilea pachet de măsuri fiscale în luna ianuarie 2026, pe fondul temperării creșterii salariale nominale și al menținerii ratei inflației la valori ridicate, continuă să frâneze activitatea din comerț și servicii. Evoluția modestă a producției industriale, reflectă, la rândul său, perspectivele slabe ale cererii externe pe termen scurt. În acest context, indicatorii de încredere s-au deteriorat suplimentar, cel aferent sentimentului economic (ESI) calculat de Comisia Europeană coborând în luna ianuarie la un minim al ultimilor cinci ani din perspectivă trimestrială. Suplimentar, dinamica activității economice din trimestrul IV a reflectat, probabil, și un efect de bază asociat sporirii episodice, dar puternice, a cererii de bunuri de folosință îndelungată în luna iulie⁶⁶, înainte de implementarea primului pachet de consolidare fiscală. În schimb, perspectivele unei viitoare ameliorări sustenabile a poziției fiscale continuă să se reflecte în îmbunătățirea recentă a mai multor indicatori financiari relevanți: randamentul titlurilor de stat cu maturitate de 10 ani, cotația *Credit Default Swap* și indicii bursier BET. Această evoluție sugerează o ameliorare a încrederii investitorilor, cu potențial de sprijin pentru investiții mai ales pe termen mediu.

La nivelul întregului an 2025, creșterea economică a fost revizuită în jos față de *Raportul* anterior, reflectând efectul mai constrângător al măsurilor de consolidare fiscală din a doua jumătate a anului. Pentru 2026 se anticipează în continuare o dinamică modestă a PIB, pe fondul suprapunerii efectelor mai multor pachete de ajustare fiscală și al impactului nefavorabil asupra venitului disponibil real al

⁶⁵ Conform Comunicatului INS nr. 6 din 9 ianuarie 2026 aferent datelor PIB provizorii 2

⁶⁶ Un exemplu elocvent este reprezentat de evoluția lucrărilor de construcții, care, după o creștere deosebit de alertă în trimestrul III 2025, de +12,4 la sută, au marcat în primele două luni din trimestrul IV o scădere aproape la fel de puternică, de -10,8 la sută, revenind la un nivel foarte apropiat de media ultimilor trei ani.

persistenței ratei inflației la niveluri ridicate în prima jumătate a anului curent. În sens contrar, perspectiva unei absorbții într-o proporție ridicată a fondurilor din programul PNRR revizuit⁶⁷ constituie un factor favorabil important. În acest caz, efecte de antrenare se pot extinde și asupra anului 2027, când creșterea economică este proiectată să revină în proximitatea celei a PIB potențial, pe fondul ameliorării condițiilor de pe piața muncii și al disipării treptate a efectelor contracționiste ale consolidării fiscale. Pe partea de utilizare, similar evaluării pentru anul precedent, în anul 2026, principalul determinant al creșterii economice este de așteptat să rămână formarea brută capital fix, în timp ce consumul individual efectiv al gospodăriilor populației își consolidează treptat contribuția în anul 2027. Contribuția exportului net este proiectată a deveni marginal pozitivă în 2026 și ușor negativă în 2027. Traectoria PIB real rămâne însă grevată de riscuri semnificative provenind atât din mediul intern – asociate în special dificultății evaluării persistenței impactului măsurilor de consolidare fiscală deja adoptate și a efectelor propagate asupra economiei –, cât și din cel extern, legate de persistența incertitudinilor privind politicile comerciale și industriale protecționiste la nivel global, cu potențiale implicații asupra comerțului, investițiilor și prețurilor materiilor prime.

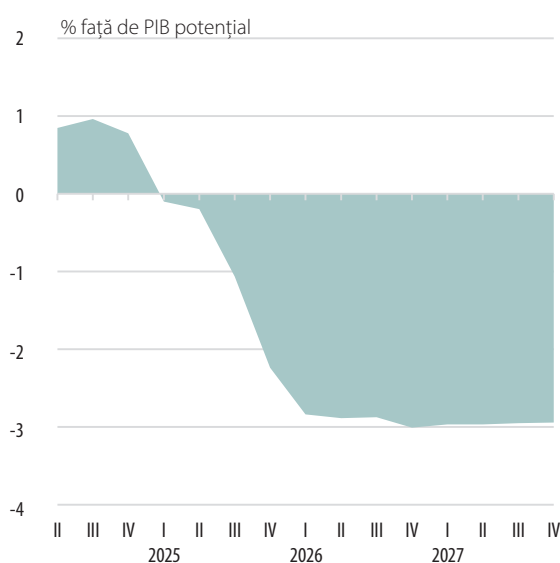
Comparativ cu *Raportul* precedent, estimarea privind creșterea medie anuală a PIB potențial a fost revizuită marginal în sens ascendent pentru anul curent, pe fondul performanței investițiilor și al evoluțiilor favorabile de pe piața muncii consemnate în trimestrul III 2025. Totodată, având în vedere finalizarea negocierilor cu Comisia Europeană pentru revizuirea Planului Național de Redresare și Reziliență, este de așteptat ca absorbția fondurilor aferente programului „Next Generation EU” să se realizeze într-o proporție ridicată. Efecte benefice sunt evaluate a fi propagate parțial și în anii următori. În acest context, dinamica medie anuală a PIB potențial este proiectată a se menține la valori relativ robuste pe parcursul intervalului de prognoză.

Principalul determinant al creșterii PIB potențial rămâne acumularea stocului de capital, cu un aport relativ stabil pe parcursul intervalului de proiecție. Pe termen mediu, perspectivele sunt condiționate în mare măsură de încrederea mediului de afaceri⁶⁸, precum și de capacitatea economiei de a atrage și utiliza eficient fondurile provenite atât din investiții străine directe, cât și din surse europene, esențiale pentru susținerea potențialului de creștere. Traectoria investițiilor ar putea beneficia temporar de condiții financiare mai favorabile, în contextul ajustării anticipațiilor privind inflația și al reluării graduale a fluxurilor de capital, dar este concomitent influențată negativ de modificările de natură fiscală adoptate în anii 2025 și 2026. Contribuția productivității totale a factorilor (TFP) rămâne modestă, fiind limitată de ritmul lent al inovării și al adoptării noilor tehnologii, de întârzierile în procesul de re tehnologizare și eficientizare energetică, precum și de utilizarea insuficientă

⁶⁷ Cu toate că alocarea totală a fost revizuită în sens descendent, de la 28,5 miliarde euro la 21,4 miliarde euro, în noua versiune a programului au fost menținute doar acele proiecte aflate într-un stadiu mai avansat de implementare.

⁶⁸ Sondajul AmCham privind climatul investițional și de afaceri oferit de România în 2025, ediția a 7-a, semnaleză o deteriorare semnificativă a încrederii mediului privat de afaceri: doar 21 la sută dintre companii evaluează situația ca fiind bună sau foarte bună, un nivel sub cel înregistrat în anul pandemiei.

a soluțiilor digitale în activitatea companiilor⁶⁹. Aportul factorului muncă este de asemenea redus, pe fondul tendințelor demografice nefavorabile și al unor rigidități structurale ale pieței muncii, inclusiv deficitul de personal calificat în anumite sectoare⁷⁰ și rata ridicată a inactivității în rândul tinerilor. Pe termen mediu, traiectoria PIB potențial rămâne expusă unor incertitudini semnificative legate de dificultatea evaluării persistenței efectelor măsurilor de consolidare fiscală adoptate, cu implicații asupra investițiilor, ocupării și a productivității, precum și riscurilor geopolitice, care pot afecta comerțul internațional și pot genera noi disfuncționalități în lanțurile globale de aprovizionare.

Grafic 4.8. *Gapul PIB*

Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

Similar *Raportului* anterior, *gapul* PIB este estimat a fi intrat în teritoriu negativ la începutul anului 2025 și este proiectat să continue să se adâncească până în trimestrul IV 2026, urmând ca apoi să se mențină, în linii mari, la acest nivel până la orizontul prognozei (Grafic 4.8). Comparativ cu runda anterioară de prognoză, amplitudinea negativă a *gapului* PIB a fost revizuită în jos în intervalul trimestrul IV 2025 – trimestrul I 2026, pe fondul anticipării unei noi reduceri a PIB real în trimestrul IV 2025 față de o stagnare avută în vedere în proiecția anterioară. Ulterior, începând cu trimestrul II 2026, magnitudinea negativă a *gapului* PIB a fost diminuată, reflectând preponderent o restrictivitate mai redusă a impulsului fiscal, determinată de un deficit bugetar mai mic în anul 2025.

Din perspectiva componentelor, traiectoria descendentă a *gapului* PIB reflectă în principal

evoluția *gapului* consumului individual efectiv al gospodăriilor populației. Măsurile fiscale afectează semnificativ venitul disponibil real al acestora, atât prin ajustări nominale, cât și prin creșterea ratei inflației. În consecință, *gapul* consumului gospodăriilor populației este estimat să fi intrat în teritoriu negativ în trimestrul III 2025 – similar runde anterioare – și să continue să se adâncească până în trimestrul IV 2026, urmat de o corecție ușoară până la orizontul proiecției. La rândul său, *gapul* negativ al FBCF este proiectat să atingă un minim în trimestrul I 2026, urmând să se reducă treptat și să reentre în teritoriu pozitiv în ultimul trimestru al anului 2026. Reflectând poziționarea cererii externe efective, *gapul* exporturilor de bunuri și servicii este estimat la valori negative, cu o ușoară tendință de adâncire pe parcursul intervalului de prognoză. În corelație cu traiectoria *gapului* consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, *gapul* pozitiv al importurilor se va reduce treptat,

⁶⁹ Conform „Romania 2025 Digital Decade Country Report”, se remarcă inițiative și eforturi de creștere a digitalizării, mai cu seamă în sectorul public, însă la nivelul anului 2024 România s-a poziționat semnificativ sub media UE. Potrivit studiului „HR Insights 2025” realizat de Asociația Furnizorilor de Servicii de Resurse Umane, transformarea digitală a devenit o prioritate strategică, astfel încât 53 la sută dintre cele 155 de companii participante vizează integrarea inteligenței artificiale și digitalizarea proceselor, în timp ce 58 la sută plasează adaptarea la noile condiții economice în centrul strategiei lor.

⁷⁰ Pentru anul curent, Guvernul a aprobat prin intermediul HG nr. 1169/2025 un contingent de 90 000 de lucrători străini nou-admiși pe piața forței de muncă.

va trece în teritoriu negativ în trimestrul IV 2025 – similar runde anterioare – și va persista la valori negative până la orizontul proiecției.

Factorii fundamentali ai traiectoriei *gapului* PIB identificați și în runde anterioare își mențin relevanța: (i) impulsul fiscal, care este evaluat să exercite în continuare un efect restrictiv consistent și chiar în amplificare în anul 2026, pe fondul suprapunerii mai multor pachete de consolidare fiscală, impact doar parțial contrabalansat de absorbția fondurilor europene din cadrul programului „Next Generation EU” și (ii) persistența *gapului* negativ al cererii externe. În paralel, condițiile monetare reale în sens larg își păstrează caracterul restrictiv la adresa activității economice pe tot parcursul intervalului de prognoză, reflectând calibrarea prudentă a politicii monetare într-un mediu caracterizat de volatilitate inflaționistă încă ridicată.

Componentele cererii agregate

După decelerarea pronunțată consemnată în anul precedent, consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este anticipat să înregistreze o dinamică moderată în anul curent. Evoluția reflectă erodarea puterii de cumpărare determinată de înghețarea salariilor din sectorul public și a pensiilor, creșterea prețurilor la energie și de majorarea impozitelor indirecte. Totodată, consumul colectiv efectiv al administrației publice este preconizat a se comprima și în acest an pe seama efectelor măsurilor de consolidare fiscală. Începând cu anul următor, consumul este așteptat să revină pe o traiectorie de creștere graduală, însă într-un cadru marcat de incertitudini ridicate, asociate dificultății de a evalua persistența efectelor măsurilor de consolidare fiscală deja implementate și modul în care acestea se transmit asupra comportamentului de consum al gospodăriilor.

Formarea brută de capital fix este anticipată să rămână principalul determinant al creșterii economice în anul curent, în contextul unui impact direct relativ moderat al măsurilor de consolidare fiscală asupra investițiilor. Comparativ cu runda precedentă, dinamica investițiilor a fost revizuită în sens ascendent, pe seama performanței peste așteptări din trimestrul III al anului trecut și a ipotezei absorbției într-o proporție ridicată a fondurilor europene, atât prin programul „Next Generation EU”, cât și prin cadrul financiar multianual 2021-2027, cu efecte parțial propagate și în anii următori. Evoluția rămâne însă strict condiționată de ritmul planificării și execuției cheltuielilor publice de capital, precum și de capacitatea de a atrage și utiliza eficient fondurile europene. În condițiile apropierei termenului-limită de eligibilitate pentru programul „Next Generation EU” (august 2026), fereastra de timp pentru atragerea integrală a fondurilor aferente Planului Național de Redresare și Reziliență revizuit și pentru mobilizarea investițiilor private asociate se restrânge semnificativ.

Exporturile de bunuri și servicii sunt prognozate să își tempereze ritmul de creștere în anul curent, urmând să se redreseze doar gradual pe parcursul intervalului de proiecție, în condițiile unor perspective încă modeste ale cererii externe. Evoluția pe termen mediu continuă să fie marcată de un grad ridicat de incertitudine, asociat tensiunilor geopolitice și riscului unor modificări ale politicilor comerciale globale, cu potențial de perturbare a fluxurilor comerciale. Cursul de schimb real efectiv, calculat prin deflatare cu dinamicile IPC din România și țările partenere, este anticipat

să se mențină supraevaluat, afectând competitivitatea prin preț a exporturilor românești, deși presiunile aferente sunt de așteptat să se atenueze treptat.

Importurile de bunuri și servicii sunt proiectate să își încetinească dinamica în anul 2026, pe fondul măsurilor de consolidare fiscală adoptate, care reduc cererea internă – în special prin canalul consumului și, într-o măsură mai redusă, al investițiilor. În aceste condiții, contribuția negativă a exportului net la creșterea economică este de așteptat să se diminueze și chiar să devină temporar marginal pozitivă în acest an.

Anul 2025 este evaluat a se fi încheiat cu un deficit de cont curent mai redus față de cel din anul 2024 (de 8,2 la sută din PIB), urmând ca procesul de corecție să se accelereze în 2026, pe fondul impactului contracționist mai pronunțat al măsurilor de consolidare fiscală asupra cererii de importuri. Ulterior, ajustarea este prevăzută să continue într-un ritm mai lent, menținerea deficitului la valori relativ ridicate reflectând persistența unor deficiențe structurale la nivelul acestuia. O corecție mai amplă ar putea fi susținută de efecte de preț, în eventualitatea unor reorientări ale fluxurilor comerciale din Asia sau America de Sud către Europa.

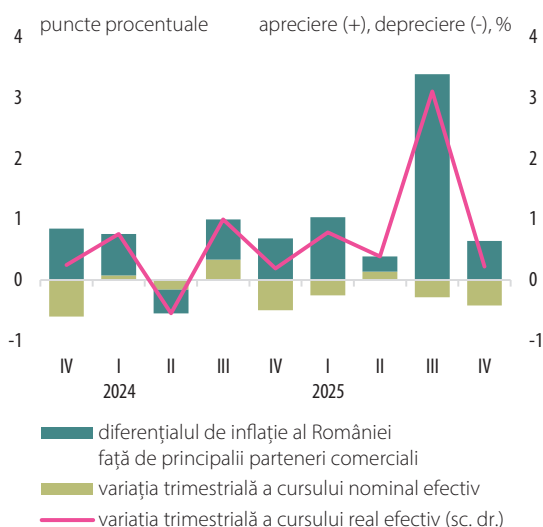
Îmbunătățirea poziției externe este de așteptat să se reflecte și într-o creștere temporară a gradului de finanțare a acestuia din surse stabile, non-generatoare de datorie externă, susținută în anul curent de transferurile de capital asociate finalizării PNRR. Pe termen mediu, creșterea anticipată în cazul intrărilor aferente CFM 2021-2027 ar urma să compenseze parțial încheierea PNRR, în timp ce ipotezele privind investițiile directe rămân prudente, având în vedere persistența incertitudinilor geopolitice și contextul intern caracterizat de o creștere economică influențată de procesul de consolidare fiscală.

Condițiile monetare în sens larg

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

Scenariul de bază prevede menținerea caracterului restrictiv al condițiilor monetare reale în sens larg pe întregul interval de prognoză. Această evoluție va avea loc în contextul continuării propagării în economie a deciziilor de politică monetară adoptate de Consiliul de administrație al BNR, orientate către asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile. Comparativ cu *Raportul* precedent, gradul de restrictivitate este evaluat ca fiind mai pronunțat începând cu anul 2027, în contextul unei ușoare accentuări a gradului de supraevaluare reală a leului.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb real efectiv



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

În structura condițiilor monetare în sens larg, cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.9) va continua să imprime efecte restrictive asupra competitivității prin preț a produselor românești⁷¹, cu un impact semnificativ transmis prin intermediul canalului exporturilor nete. Efectele restrictive ale cursului de schimb real efectiv sunt în continuare evaluate 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 să se mențină la valori ușor stimulative pe parcursul intervalului de prognoză, deși în diminuare comparativ cu nivelurile anticipate pentru prima parte a anului curent.

Efectul de avuție și de bilanț este estimat să rămână modest și predominant restrictiv, cu manifestări

punctuale, pe întreg orizontul de proiecție. În structură, acesta reflectă efectul stimulat limitat al scăderii ratei reale a dobânzii externe – EURIBOR la 3 luni –, ca urmare a reducerii treptate a celei nominale, parțial contrabalansat de reducerea anticipațiilor inflaționiste din zona euro. În același timp, prima de risc suveran este proiectată să exercite un impact restrictiv, asociată dezechilibrelor gemene ale economiei. Cu toate acestea, contribuția acesteia este în diminuare, în condițiile progreselor realizate în procesul de consolidare fiscală. Impactul cumulat până la orizontul proiecției al dinamicii *gapului* cursului de schimb real efectiv al leului prin intermediul efectului de avuție și de bilanț este cvasineutru.

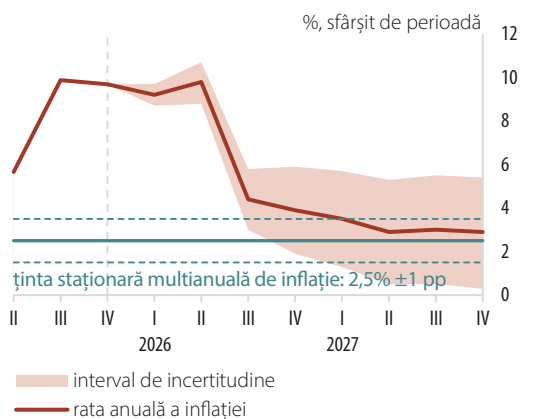
2. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor asociate proiecției inflației (Grafic 4.10) este evaluată ca fiind relativ echilibrată în jurul traiectoriei acesteia din scenariul de bază, cu o probabilitate în creștere a unor abateri în sens ascendent la orizonturi mai îndepărtate. Acestea reflectă persistența unor tensiuni geopolitice multiple la nivel internațional, precum și incertitudinile privind durata și amplitudinea efectelor ajustării fiscale din România asupra cererii interne.

Perspectiva liberalizării pieței gazelor naturale rămâne o sursă relevantă de risc pentru traiectoria inflației, chiar dacă, potrivit celor mai recente declarații oficiale disponibile la momentul finalizării analizei, aplicarea integrală a liberalizării pentru consumatorii casnici a fost amânată până la 31 martie 2027. Indiferent de formula finală adoptată în cazul gospodăriilor, aceasta este însă inevitabilă în cazul pieței pentru consumatorii non-casnici și va interveni într-un context deja marcat de

⁷¹ Modificarea cotei TVA și a nivelului accizelor nu afectează competitivitatea prin preț a produselor românești, deoarece exporturile sunt scutite de plata acestora, iar importurilor li se aplică aceleași cote ca și produselor autohtone.

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



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din perioada 2005-2025. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

șocuri succesive pe piața energiei, inclusiv în urma creșterilor de preț la energia electrică din iulie 2025. Cumularea acestor episoade este de natură să mențină presiuni persistente asupra costurilor companiilor și să frâneze procesul de dezinflație, în special prin canale indirecte, dar și prin potențiale efecte de runda a doua. Pe termen mai lung, după finele lunii martie 2027, mărirea șocului inflaționist ocazionat de liberalizarea completă a pieței este dificil de cuantificat, acesta depinzând de condițiile prevalente pe piețele internaționale, de structura mecanismelor de tranziție concepute de autorități, dar și de stadiul producției interne.

Evoluția prețurilor din aprilie 2026 va fi influențată și de eliminarea plafonului aplicat adaosului comercial pentru alimentele de bază, cu impact direct asupra inflației CORE2 ajustat. Experiența anterioară din România și din alte economii europene sugerează

că astfel de ajustări pot genera reacții asimetrice din partea comercianților, existând riscul unor majorări ale prețurilor care să depășească impactul strict, așa cum a fost evaluat, al măsurii, și care ar viza refacerea sau extinderea marjelor comerciale ale acestora. Un asemenea comportament ar putea amplifica temporar presiunile inflaționiste și contribui la o persistență mai mare a inflației de bază.

În contextul deciziilor de politică economică adoptate în România în perioada recentă, riscurile asociate evoluțiilor viitoare decurg din impactul cumulat, deja consistent, al măsurilor de consolidare fiscală implementate până în prezent asupra veniturilor reale și a cererii interne. În acest cadru, există semnale privind implementarea unor măsuri de sprijin pentru gospodăriile vulnerabile, precum și a altor inițiative cu caracter stimulat, menite să atenueze efectele contracționiste ale ajustării fiscale. Adoptarea unor astfel de măsuri înainte ca ajustarea deficitelor bugetare să fie ferm consolidată și ireversibilă ar putea spori riscul unor deviații de la traiectoria fiscală asumată, cu implicații asupra stabilității macroeconomice și a procesului de corecție a dezechilibrelor interne și externe.

Inițiativele investiționale europene, în special programul SAFE din domeniul apărării, pot, la rândul lor, să inducă efecte la nivel macroeconomic. Având în vedere că fondurile SAFE sunt constituite exclusiv din împrumuturi, există riscul ca acestea să fie utilizate preponderent pentru finanțarea unor proiecte deja planificate, și nu pentru inițierea unor noi. Într-un asemenea scenariu, nu s-ar contura un impuls suplimentar asupra cererii agregate, iar traiectoriile creșterii economice, inflației și poziției fiscale ar rămâne, în linii mari, similare celor din scenariul de bază. În ipoteza alternativă, în care finanțările SAFE ar avea un caracter aditiv, acestea ar putea susține creșterea economică dar, în funcție de structura și calendarul investițiilor, ar genera presiuni inflaționiste suplimentare, precum și un quantum mai ridicat al deficitelor bugetare. În ce privește programul PNRR, eventuale întârzieri în

implementare ar reduce impulsul investițional față de ipotezele scenariului de bază, temperând cererea agregată și presiunile inflaționiste pe termen mediu.

În paralel, coordonatele pieței muncii își reconfirmă importanța. Capacitatea firmelor de a absorbi majorările salariale, fără a transfera aceste costuri în prețuri, depinde de specificul sectorial, de poziția concurențială și de soliditatea financiară a companiilor. Pe termen mediu, menținerea unor rigidități structurale pe piața muncii, coroborată cu o ajustare lentă a cererii și ofertei de forță de muncă, ar putea readuce în prim-plan presiuni asupra costurilor salariale. În sens contrar, aceste presiuni ar putea fi parțial atenuate prin apelul sporit la forță de muncă extracomunitară, precum și prin extinderea proceselor de digitalizare și automatizare.

Pe plan extern, incertitudinile asociate conflictelor geopolitice persistă, cu potențial de amplificare în cazul unei escaladări a tensiunilor dintre SUA și China. Aceste evoluții pot conduce la reconfigurări ale relațiilor economice bilaterale, ceea ce conferă relevanță acordurilor comerciale recente ale Uniunii Europene cu alte state, deși efectele acestora sunt de așteptat să se manifeste mai vizibil doar pe un orizont de timp mai îndepărtat.

Presiunile inflaționiste ar putea fi amplificate de evoluții nefavorabile pe piețele materiilor prime, în special cele ale energiei. Eventuale perturbări ale ofertei de petrol, generate de tensiuni geopolitice sau de sancțiuni comerciale, ar putea induce episoade de volatilitate accentuată, cu efecte de propagare asupra costurilor de producție. În cazul gazelor naturale și al energiei electrice, șocurile de cerere asociate condițiilor meteorologice extreme sau consumului industrial ridicat pot genera noi creșteri de prețuri. În paralel, cotațiile bunurilor agroalimentare rămân sensibile la riscuri climatice și sanitare, cu potențial de a afecta oferta atât pe plan intern, cât și internațional. Pe termen mediu, aceste riscuri sunt completate de costurile și efectele tranziției verzi și ale digitalizării, cu implicații asupra dinamicii prețurilor.

Un risc relevant se referă la evoluțiile cursului de schimb euro-dolar, care pot avea reverberații asupra dinamicii inflației din zona euro și, implicit, asupra conduitei viitoare a politicii monetare a BCE. Fluctuații ample ale cursurilor de schimb pot influența dinamica prețurilor din România și prin alte canale, inclusiv prin efecte de preț asupra importurilor denominate în dolari – în special energie și materii prime –, precum și prin efecte asupra competitivității externe și a balanței comerciale. În actuala conjunctură, o eventuală continuare a aprecierii monedei europene față de dolar ar avea un efect dezinflaționist, atât direct, prin prețurile importurilor, cât și indirect, prin temperarea dinamicii inflației la nivelul zonei euro.

Abrevieri

BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
CFM	Cadrul Financiar Multianual
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
Fed	Sistemul Federal de Rezerve al Statelor Unite ale Americii
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
ISD	investiții străine directe
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
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	50

Lista graficelor din text

	Proгноza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	14
Grafic 1.2	Cotația țițeiului și prețul combustibililor	15
Grafic 1.3	Prețurile volatile alimentare	15
Grafic 1.4	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	15
Grafic 1.5	Volumul cifrei de afaceri din comerț	16
Grafic 1.6	Anticipații privind evoluția prețurilor	17
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	18
Grafic 2.2	Consumul populației	19
Grafic 2.3	Investiții	20
Grafic 2.4	Comerț exterior	21
Grafic 2.5	Contul curent	22
Grafic 2.6	Imagine de ansamblu asupra evoluțiilor de pe piața muncii	23
Grafic 2.7	Efectivul salariaților din economie	24
Grafic 2.8	Evoluția salariului mediu brut pe economie	24
Grafic 2.9	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	25
Grafic 2.10	Prețurile producției industriale pentru piața internă	27
Grafic 2.11	Prețurile producției agricole	29
Grafic 2.12	Costurile unitare cu forța de muncă	29
Grafic 2.13	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie	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	39

Grafic 3.6	Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare	39
Grafic 3.7	Cursul de schimb nominal	39
Grafic 3.8	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	40
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	45
Grafic 4.2	Proгноza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	46
Grafic 4.3	Descompunerea ratei anuale a inflației IPC, diferențe față de <i>Raportul</i> precedent	47
Grafic 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	49
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale	49
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. gaze naturale)	51
Grafic 4.7	Inflația anuală a prețurilor LFO	51
Casetă		
Grafic A	Rata anuală a inflației IPC în decembrie 2025: valori prognozate vs. valoare înregistrată	52
Grafic B	Descompunerea erorilor de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC în decembrie 2025 pe componente ale coșului IPC	52
Grafic C	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat: evoluții istorice și valori prognozate pentru orizontul decembrie 2025	53
Grafic 4.8	<i>Gapul</i> PIB	56
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb real efectiv	59
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	60

