

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației august 2025

Anul XXI, nr. 81

Raport asupra inflației

August 2025

NOTE

Unele dintre datele statistice au caracter provizoriu, urmând a fi revizuite în publicațiile ulterioare.

Sursa datelor statistice utilizate la realizarea graficelor și a tabelelor a fost indicată numai atunci când acestea au fost furnizate de alte instituții.

Toate drepturile rezervate.

Reproducerea informațiilor este permisă numai în scopuri educative și necomerciale și numai cu indicarea sursei.

Banca Națională a României
Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București
tel.: 021/312 43 75; fax: 021/314 97 52

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

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 8 august 2025, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 29 iulie 2025.

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

Cuprins

Sinteză	7
1. Evoluția inflației	15
2. Evoluții ale activității economice	18
1. Cererea și oferta	18
Casetă. Caracteristici structurale ale deficitului de forță de muncă din România	25
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	33
2.1. Prețurile de import	33
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	34
3. Politica monetară și evoluții financiare	38
1. Politica monetară	38
2. Piețe financiare și evoluții monetare	43
2.1. Ratele dobânzilor	43
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	46
2.3. Moneda și creditul	48
4. Perspectivele inflației	51
1. Scenariul de bază	51
1.1. Ipoteze externe	51
1.2. Perspectivele inflației	53
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	58
2. Riscuri asociate proiecției	64
Abrevieri	67
Lista tabelor din text	68
Lista graficelor din text	68

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC a urcat până la 5,66 la sută în luna iunie, de la 4,86 la sută în martie, depășind cu 0,6 puncte procentuale nivelul anticipat în *Raportul* precedent. Această accelerare a fost determinată în principal de scumpirea considerabilă a legumelor și fructelor, pe fondul unor fenomene meteorologice extreme, în timp ce persistența inflației de bază la niveluri ridicate a fost susținută de creșterea anticipațiilor pe termen scurt și de dinamica încă ridicată a costurilor unitare cu forța de muncă. În schimb, în trimestrul II, contribuția inflaționistă a deviației PIB la rata anuală a inflației CORE2 ajustat a devenit cvasinulă. Totodată, prețurile energiei au consemnat variații trimestriale negative, în contextul detensionării pieței gazelor naturale, al unei deprecieri a dolarului american față de moneda locală și al scăderii cotației petrolului Brent în intervalul aprilie-mai. Rata medie anuală a inflației IPC calculată conform metodologiei naționale s-a menținut în apropierea valorii de 5,1 la sută pe parcursul trimestrului II, în timp ce inflația armonizată (IAPC) a scăzut față de luna martie cu 0,1 puncte procentuale, până la 5,3 la sută în iunie 2025. Procesul de convergență a indicelui armonizat către media europeană a continuat într-un ritm lent, diferențialul rămânând la un nivel ridicat.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a întrerupt scăderea pe parcursul trimestrului II, majorându-se de la 5,2 la sută în luna martie la 5,7 la sută în iunie. Această evoluție a fost determinată de persistența la niveluri ridicate a costurilor salariale, cu impact în special în sectorul alimentar, care s-a confruntat în plus și cu majorări ale cotațiilor unor materii prime – carne și lapte. Astfel, componenta alimentară a avut contribuția dominantă la accelerarea CORE2 ajustat, înregistrând o rată anuală de 5,5 la sută în luna iunie, un maxim al ultimului an și jumătate, cu 1 punct procentual peste nivelul din luna martie. Bunurile nealimentare au înregistrat o ușoară decelerare a ritmului anual, 5,1 la sută în iunie, respectiv -0,3 puncte procentuale față de martie, iar serviciile au accelerat cu 0,3 puncte procentuale, atingând 6,6 la sută; nivelurile celor doi subindici rămân ridicate din perspectivă istorică, alimentând anticipații inflaționiste persistente pe termen scurt și mediu. Deprecierea leului față de euro a generat presiuni suplimentare asupra prețurilor unor servicii cotate în valută și asupra unor categorii de bunuri achiziționate din import.

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a diminuat, până la 8,4 la sută în trimestrul I, după doi ani în care a înregistrat ritmuri de creștere de două cifre. Un aport important la evoluție l-a avut productivitatea muncii, în principal pe seama reducerii populației ocupate; remunerarea pe salariat a consemnat o diminuare a variației anuale până la 13,8 la sută, de la 14,7 la sută la finalul anului 2024. În schimb, rata anuală de creștere a costului salarial unitar din industrie a urcat până la 16 la sută în trimestrul I 2025, de la 10,5 la sută în

trimestrul IV 2024. Accelerarea a fost imprimată de creșterea salariului minim la începutul anului, dar și de eliminarea facilităților fiscale în industria alimentară, unele companii compensând parțial efectul negativ al acestei măsuri asupra salariului net al angajaților prin creșterea nivelului brut. Intervalul aprilie-mai a fost caracterizat de o temperare a dinamicii anuale a costului salarial unitar până la 12 la sută, această evoluție fiind datorată manifestării unui efect de bază favorabil în luna mai 2025.

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

În ședința din 16 mai 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 I 2025, rata anuală a inflației se redusese mai puțin decât s-a anticipat, în condițiile în care scăderile de dinamică consemnate în acest interval pe segmentele combustibili și produse din tutun, împreună cu cele de la nivelul subcomponentelor non-alimentare ale inflației de bază, fuseseră contrabalansate parțial ca impact de accelerarea creșterii prețurilor energiei, prețurilor administrate și a prețurilor alimentelor procesate. La rândul ei, rata anuală a inflației CORE2 ajustat își reluate descreșterea în trimestrul I 2025 într-un ritm mai lent decât cel previzionat, coborând în martie la 5,2 la sută, de la 5,6 la sută la finele anului 2024. În sensul descreșterii acționau efectele de bază dezinflaționiste de la nivelul subcomponentelor non-alimentare și scăderea dinamicii prețurilor importurilor, în timp ce influențe notabile de sens opus veneau din majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare, precum și din transferarea treptată asupra unor prețuri de consum a costurilor salariale crescute, inclusiv pe fondul cotelor ridicate ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt.

Incertitudini crescute continuau să fie asociate conduitei viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, date fiind, pe de o parte, execuția bugetară din primele trei luni ale anului, iar pe de altă parte, cerința consolidării bugetare în conformitate cu Planul bugetar-structural pe termen mediu convenit cu CE, precum și cu procedura de deficit excesiv. Incertitudini și riscuri mari decurgeau și din evoluția viitoare a prețurilor energiei și alimentelor, corelată în mare măsură cu mișcarea cotațiilor materiilor prime, precum și din măsurile de politică comercială adoptate de state dezvoltate, cu potențial impact semnificativ asupra prețurilor internaționale ale unor bunuri intermediare și finale. Incertitudini și riscuri mari la adresa perspectivei activității economice, implicat a evoluției pe termen mediu a inflației, proveneau din mediul extern, în condițiile prelungirii războiului din Ucraina și a situației din Orientul Mijlociu, dar mai cu seamă în contextul incertitudinii și efectelor potențial generate de politica comercială a SUA și de măsurile adoptate ca răspuns de către alte state, de natură să afecteze mersul economiei globale și al comerțului internațional. Totodată, absorbția și utilizarea fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, sunt esențiale pentru contrabalansarea, cel puțin parțială, a efectelor contracționiste ale consolidării bugetare și ale conflictelor geopolitice/comerciale, precum și pentru

realizarea reformelor structurale necesare, inclusiv a tranziției energetice. Relevante rămâneau, de asemenea, deciziile de politică monetară ale BCE și Fed, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

Ulterior, rata anuală a inflației se menținuse în aprilie 2025 la 4,85 la sută (4,86 la sută în martie) și a crescut în mai la 5,45 la sută. Avansul față de finele trimestrului I 2025 a fost rezultatul continuării accelerării creșterii prețurilor alimentelor și a tarifelor la energie electrică și gaze naturale, care a devansat consistent ca impact noile scăderi de dinamică consemnate pe segmentele combustibili și produse din tutun și la nivelul subcomponentei mărfurilor nealimentare a inflației de bază. Concomitent, rata anuală a inflației CORE2 ajustat își întrerupsese din nou trendul descendent, mărindu-se la 5,4 la sută în mai, de la 5,2 la sută în martie, în condițiile în care influențele venite din efecte de bază dezinflaționiste și din scăderea dinamicii prețurilor importurilor au fost mai mult decât contrabalansate în acest interval de cele decurgând din majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare și din transferarea treptată asupra unor prețuri de consum a costurilor salariale ridicate, precum și din creșterea așteptărilor inflaționiste pe termen scurt și a cursului de schimb leu/euro. La rândul său, activitatea economică stagnase în trimestrul I 2025, după ce a crescut cu 0,5 la sută în precedentele trei luni (variație trimestrială), evoluție care făcea probabilă o deschidere mai pronunțată a deficitului de cerere agregată în acel interval comparativ cu cea anticipată. Față de aceeași perioadă a anului trecut, avansul PIB înregistrase o nouă temperare de ritm în trimestrul I 2025, la 0,3 la sută, de la 0,5 la sută în ultimul trimestru din 2024. Cererea internă continua însă să-și accelereze creșterea în termeni anuali, în principal pe seama dinamicii formării brute de capital fix, care consemnase un salt, revenind consistent în teritoriul pozitiv, în timp ce consumul gospodăriilor populației își încetinise considerabil creșterea, dar rămânea principalul determinant al avansului PIB. În schimb, evoluția exportului net își mărea semnificativ impactul contracționist și în primul trimestru al anului curent, dată fiind amplificarea pe mai departe a decalajului negativ dintre dinamica anuală a volumului exporturilor de bunuri și servicii și cea a volumului importurilor, în condițiile majorării ceva mai pronunțate a celei din urmă în raport cu trimestrul precedent. Drept urmare, deficitul comercial își reaccelera puternic creșterea față de aceeași perioadă a anului trecut, iar deficitul de cont curent își păstra ritmul înalt de creștere în termeni anuali.

La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 8 iulie 2025, potrivit noilor evaluări, rata anuală a inflației urma să crească considerabil în următoarele luni, sub impactul tranzitoriu al expirării schemei de plafonare a prețului la energia electrică și al majorării începând cu 1 august a cotelor TVA și a accizelor, urcând astfel mult deasupra valorilor indicate de prognoza din mai 2025 pe orizontul scurt de timp.

Pe baza evaluărilor și a datelor disponibile în acel moment, precum și în condițiile incertitudinilor deosebit de ridicate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât în ședința din 8 iulie 2025 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută pe an. Totodată, s-a decis menținerea ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 5,50 la sută pe an și la 7,50 la sută pe an pentru facilitatea de creditare (*Lombard*). De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea

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

Perspectivile inflației

Contextul economic internațional rămâne caracterizat de un grad ridicat de incertitudine, iar redresarea economică se desfășoară într-un ritm lent și inegal. Expansiunea din unele economii emergente este parțial anulată de creșterile modeste sau chiar de contracția activității economice în unele economii avansate. În Statele Unite, Rezerva Federală a menținut o atitudine prudentă, păstrând neschimbată rata dobânzii de politică monetară. Această prudență reflectă anticiparea unor presiuni inflaționiste suplimentare, generate de transmiterea treptată a efectelor majorării recente a tarifelor comerciale de către administrația SUA. În zona euro,

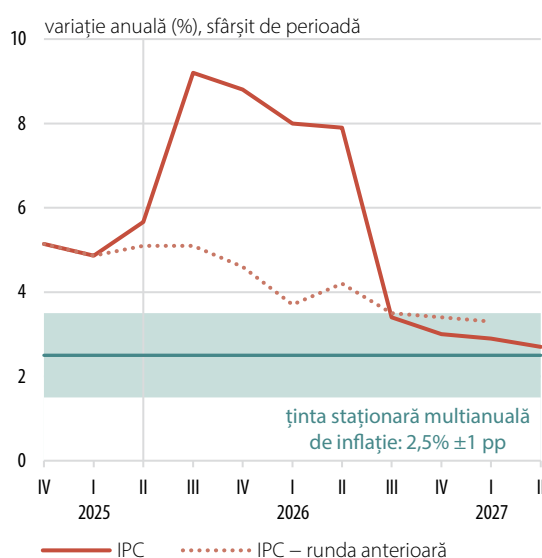
indicatorii de sentiment și încredere ai companiilor și consumatorilor, publicați recent, semnalează o stagnare prelungită a activității economice, alimentată de slăbiciunea continuă a industriei prelucrătoare și de încetinirea preconizată a exporturilor către piețele emergente. Banca Centrală Europeană a continuat să reducă rata dobânzii de politică monetară în intervalul scurt de la *Raportul* precedent, după semnale recente convingătoare de temperare a presiunilor inflaționiste. Totuși, inflația serviciilor rămâne la niveluri încă ridicate, deși, în perspectivă, este previzibilă o atenuare a dinamicii costurilor salariale.

La nivel global, procesul de dezinflație este întârziat de o serie de șocuri adverse: reconfigurarea fluxurilor comerciale ca răspuns la măsurile comerciale protecționiste, volatilitatea cotațiilor produselor energetice, dar și impactul factorilor climatici asupra ofertei agricole. Perspectivile

indică o reducere lentă a ritmului anual al inflației, iar riscurile continuă să fie orientate preponderent în sens ascendent, în special cele asociate evoluției prețurilor la alimente și energie, două categorii de bunuri caracterizate printr-o sensibilitate ridicată la șocuri și printr-un impact transfrontalier ridicat.

În scenariul de bază curent, rata anuală a inflației IPC este proiectată să crească în trimestrul III 2025, atingând 9,2 la sută în luna septembrie și apoi să scadă ușor la 8,8 la sută în decembrie. Traectoria dezinflaționistă este anticipată să fie reluată începând cu trimestrul IV 2025, însă nivelul inflației va rămâne ridicat până în vara anului 2026. Această persistență este determinată de includerea în calculul ratei anuale, timp de 12 luni, a șocurilor majore de ofertă intervenite în a doua jumătate a anului 2025. Pentru luna decembrie 2025, proiecția inflației IPC a fost revizuită în sens ascendent, cu 4,2 puncte procentuale față de runda anterioară. Revizuirea reflectă în principal trei surse de presiune inflaționistă: majorarea amplă a prețurilor la energia

Proгноza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

electrică odată cu liberalizarea pieței de profil – cu un aport suplimentar de 1,5 puncte procentuale –, majorarea cotelor de TVA – cu o contribuție estimată la 1,6 puncte procentuale – și creșterea accizelor – cu un impact de 0,4 puncte procentuale. La acestea se adaugă contribuții suplimentare de câte 0,4 puncte procentuale din partea inflației de bază și a componentelor volatile, în special prețurile la fructe și legume. Pentru decembrie 2026 și martie 2027, orizontul prognozei precedente, rata anuală a inflației IPC este proiectată la valori mai reduse, cu aproximativ 0,4 puncte procentuale pentru fiecare dintre cele două orizonturi, reflectând influențele dezinflaționiste ale consolidării fiscale și ajustarea treptată a așteptărilor inflaționiste.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a crescut la 5,7 la sută în luna iunie 2025, de la 5,2 la sută în martie. Pe termen scurt, este anticipat un vârf al acesteia în trimestrul III, ca efect direct al majorării impozitelor indirecte. Ulterior, se preconizează o scădere treptată a indicatorului, începând cu trimestrul III 2026, odată cu disiparea efectului inflaționist direct al șocurilor fiscale, continuarea temperării cererii interne și reducerea presiunilor din partea prețurilor bunurilor din import. În scenariul de bază, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată la 7,1 la sută în septembrie 2025, la 6,8 la sută în decembrie 2025, la 2,7 la sută în decembrie 2026 și la 2 la sută în iunie 2027. Corecția pe termen mediu este determinată în principal de efectele contracționiste ale consolidării fiscale, reflectate în adâncirea semnificativă a *gapului* PIB în teritoriu negativ. Valorile estimate ale ratei anuale a inflației de bază pentru decembrie 2026 și martie 2027 sunt semnificativ inferioare celor din *Raportul* anterior – cu 0,5 și, respectiv, 0,6 puncte procentuale.

Prognoza de creștere economică pentru România în 2025 și 2026 este puternic influențată de efectele consolidării fiscale. Măsurile deja adoptate vor tempera semnificativ cererea internă, conducând la o încetinire vizibilă a activității economice, cu noi corecții anticipate de la începutul anului 2026, odată cu intrarea în vigoare a unor măsuri suplimentare, ample, din pachetul recent adoptat. După stagnarea economiei din primul trimestru al anului 2025 și o redresare modestă anticipată pentru trimestrul al doilea, conturată pe baza evoluțiilor sectoriale, este de așteptat o deteriorare mai amplă a dinamicii economice în trimestrul al treilea. Dinamica slabă a creșterii este atribuită în principal consolidării fiscale, în timp ce influențele exercitate de cererea externă și de condițiile monetare reale vor avea, pentru moment, un rol secundar.

Consumul privat, principalul motor al creșterii economice în anul 2024, este prognozat să se tempereze vizibil, pe fondul reducerii puterii de cumpărare a populației. Măsuri precum înghețarea salariilor din sectorul public și a pensiilor, majorarea prețurilor la energie electrică și creșterea impozitelor indirecte vor contribui la încetinirea ritmului de creștere a venitului disponibil real, cu posibilitatea chiar a unei contracții a indicatorului pe parcursul anului 2026. În acest context, formarea brută de capital fix este așteptată să preia rolul dominant în susținerea cererii interne. Totuși, dinamica investițiilor ar putea fi mai moderată decât în estimările anterioare, mai ales în anul 2026, pe fondul reducerii planificate a cheltuielilor publice de capital și al unei absorbții mai lente a fondurilor europene. Riscuri mai pronunțate sunt asociate programului „Next Generation EU”, în condițiile apropiării termenului-limită de

eligibilitate – august 2026 –, care restrânge semnificativ fereastra de timp pentru mobilizarea în proiecte a unor investiții private semnificative.

În contextul unei redresări lente a cererii externe și al unei încetiniri a ritmului de creștere a importurilor, generate de măsurile de consolidare fiscală, contribuția exportului net la creșterea economică va rămâne probabil negativă în 2025, dar în diminuare semnificativă față de 2024. Pe termen mediu, continuarea temperării cererii interne va conduce la o dinamică modestă a importurilor, situată semnificativ sub media istorică a indicatorului, mecanism care va reprezenta principalul canal de corecție a deficitului de cont curent, atât pe termen scurt, cât și pe termen mediu. În aceste condiții, contribuția exportului net la PIB ar putea redeveni pozitivă în 2026, sprijinită inclusiv de o redresare mai vizibilă a cererii externe. Cu toate acestea, în absența unor reforme structurale complementare, presiunile asupra poziției externe s-ar putea reaprinde rapid, fie ca urmare a unei reveniri a cererii interne, fie în urma unor șocuri externe negative, dificil de anticipat și contrabalansat.

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

De la publicarea *Raportului asupra inflației* din luna mai, o parte semnificativă a riscurilor identificate la acel moment s-au concretizat. Cel mai notabil eveniment a fost adoptarea de către autoritățile române a unui prim pachet de măsuri de consolidare fiscală. Aplicarea acestui set de măsuri are loc într-un context economic deja marcat de o încetinire ciclică vizibilă, ceea ce imprimă politicii fiscale un caracter pronunțat prociclic. În aceste condiții și în lipsa unor coordonate cuantificabile privind configurația următoarelor pachete de reforme, este dificil de prognozat măsura în care creșterea economică va fi încetinită și orizontul redresării acesteia, inclusiv prin comparație cu episoade istorice relativ similare. Un alt risc materializat, cu implicații semnificative asupra traiectoriei inflației, îl reprezintă majorarea prețului energiei electrice după expirarea schemei de plafonare, nivelurile revizuite situându-se peste cele avute în vedere în prognoza anterioară. În plan geopolitic, tensiunile rămân persistente, însă fără amplificări notabile, iar acordul de principiu dintre SUA și Uniunea Europeană privind aranjamentele tarifare nu modifică în mod substanțial ipotezele de lucru din scenariul de bază. În acest context, balanța riscurilor privind inflația continuă să fie înclinată în sus, mai ales pe termen scurt, în condițiile în care persistă incertitudini privind evoluția prețurilor administrate – în special la gaze naturale –, precum și posibilitatea unor noi ajustări ale impozitelor indirecte. Aceste incertitudini sporesc și riscul unei slăbiri a ancorării așteptărilor inflaționiste ale agenților economici pe orizontul mediu.

Traectoria activității economice pe termen scurt s-a deteriorat, profilând riscuri preponderent descendente, în timp ce presiunile inflaționiste s-au accentuat, în principal ca efect al majorărilor impozitelor indirecte. În perspectivă, revendicări salariale suplimentare ar putea fi alimentate atât de presiunile de refacere a puterii de cumpărare a populației, diminuate de recenta consolidare fiscală, cât și de

caracteristicile structurale persistente ale pieței muncii, care rămâne relativ tensionată – a se vedea Caseta. Totuși, impactul acestor presiuni asupra inflației ar putea fi atenuat, cel puțin temporar, dacă firmele vor opta pentru absorbția parțială a costurilor, în condițiile unei cereri interne reduse, care limitează spațiul pentru ajustări de preț. În schimb, în lipsa unor clarificări ferme din partea autorităților privind caracterul temporar sau permanent al unora dintre măsurile de ajustare fiscală, există riscul ca anticipațiile inflaționiste ale companiilor și consumatorilor să fie revizuite în sus, cu potențial de ancorare a acestora, pe termen mediu, la niveluri peste ținta de inflație. Astfel, incertitudinile privind traiectoria inflației, mai ales în anul 2026, rămân ridicate. Nu este exclus ca efectul acestor influențe divergente să fie diferit de cel net dezinflaționist presupus în scenariul de bază. Evoluția va depinde esențial de claritatea mesajelor de politică economică, de dinamica pieței muncii, de comportamentul populației în fața reducerii veniturilor reale și de capacitatea firmelor de a acomoda sau transfera în prețuri eventualele creșteri ale costurilor salariale.

Adoptarea primului pachet de consolidare fiscală a contribuit la clarificarea direcției politicii fiscale pe termen scurt, însă perspectiva pe termen mediu rămâne marcată de incertitudini semnificative. Contextul economic actual este marcat de o suprapunere de factori având un impact potențial divergent asupra inflației și activității economice. Pe de o parte, nu pot fi excluse noi ajustări ale impozitelor indirecte. Pe de altă parte, există riscul relaxării politicii de venituri în a doua parte a anului 2026, prin posibile majorări de pensii și salarii, cu efect de contracarare a intensității așteptate a procesului dezinflației la acest orizont. Totodată, în pofida unei percepții relativ stabile din partea agenților de rating, persistă incertitudini privind ritmul efectiv al consolidării bugetare, amploarea impactului economic al pachetului de măsuri fiscale, arhitectura finală a Planului Național de Redresare și Reziliență, precum și, în mod esențial, privind capacitatea de absorbție de către autorități a acestor fonduri. În aceste condiții, clarificarea rapidă a cadrului „Next Generation EU” devine esențială, dat fiind potențialul său de a compensa o parte din presiunile restrictive asupra cererii interne și de a susține creșterea PIB potențial. Menținerea unei traiectorii de ajustare bugetară coerente, dublată de valorificarea eficientă a fondurilor europene reprezintă factori-cheie pentru limitarea riscurilor inflaționiste și consolidarea sustenabilității creșterii economice.

Economia internă rămâne expusă unor riscuri semnificative, în special în condițiile unei creșteri economice modeste în zona euro, principalul partener comercial al României. Deși acordul recent dintre SUA și UE a redus parțial incertitudinile comerciale, noile niveluri tarifare consfințite sunt mai ridicate decât cele în vigoare în urmă cu câteva luni și pot accelera reconfigurarea lanțurilor valorice globale (engl. *reshoring*, *friend-shoring*). Aceste transformări afectează direcția și volumul fluxurilor comerciale internaționale, reducând într-o anumită măsură potențialul de ajustare a contului curent prin câștiguri de competitivitate și expansiunea exporturilor. În aceste condiții, corecția deficitului extern ar putea deveni tot mai dependentă de politici interne de temperare a cererii, cu impact direct asupra volumului importurilor. Deși această abordare, inclusă și în scenariul de bază, poate contribui la corecția eficientă a dezechilibrului extern pe termen scurt, costurile de ajustare pentru activitatea economică vor fi probabil semnificative

în lipsa unei relansări sustenabile a exporturilor. O asemenea redresare ar necesita sprijin suplimentar din partea mixului de politici economice, în special prin reforme structurale care să consolideze competitivitatea economiei pe termen mediu.

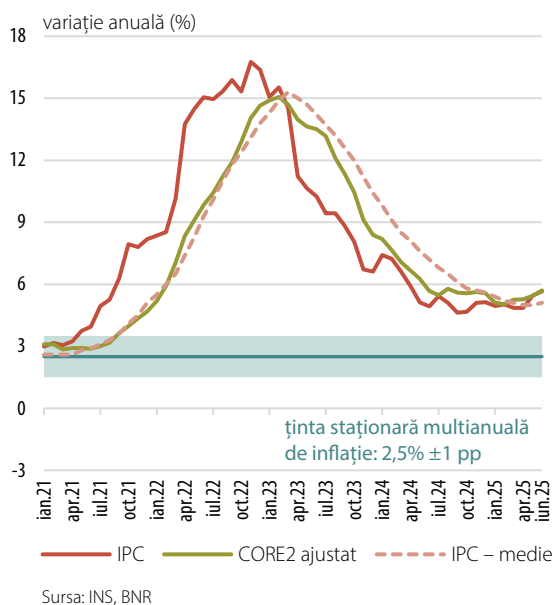
Decizia de politică monetară

Data fiind înrăutățirea considerabilă a perspectivei pe termen scurt a inflației, ca urmare a expirării la 1 iulie 2025 a schemei de plafonare a prețului la energia electrică și în condițiile majorării începând cu 1 august a cotelor de TVA și a accizelor în contextul implementării pachetului de măsuri fiscale corective, și având în vedere riscurile și incertitudinile asociate noilor previziuni, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 8 august 2025 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută. Totodată, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 7,50 la sută și a ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 5,50 la sută. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC a urcat până la 5,66 la sută în luna iunie, nivel superior cu 0,80 puncte procentuale celui din martie. Fenomenele meteorologice extreme, cu efect direct asupra ofertei de legume și fructe, au reprezentat principala sursă pentru creșterea inflației, în timp ce persistența acesteia la un nivel relativ ridicat este favorizată de menținerea tendinței ascendente a anticipațiilor pe termen scurt, respectiv de dinamica încă înaltă a costurilor cu forța de muncă. În schimb, contribuția inflaționistă a deviației PIB a devenit cvasinulă. Pe acest fundal, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a avut, de asemenea, o evoluție ascendentă, dar ceva mai temperată, majorându-se cu 0,5 puncte procentuale, până la 5,7 la sută în iunie (Grafic 1.1).

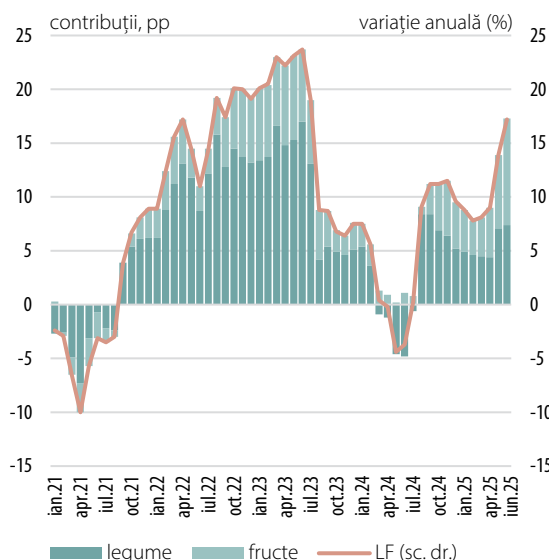
Grafic 1.1. Evoluția inflației



Accelerarea IPC este în bună măsură determinată de componentele exogene, în special de grupa legume-fructe, cu o variație anuală a prețurilor de peste 17 la sută în luna iunie, valoare mai mult decât dublă față de cea de la finele trimestrului anterior (Grafic 1.2). Principalul factor explicativ a fost reprezentat de condițiile meteorologice adverse (ninsori în aprilie, ploi abundente în mai și secetă în iunie), cu efect negativ în special asupra producției de fructe, atât la nivel local, cât și pe plan european. Bunurile energetice au avut o contribuție mai redusă la accelerarea IPC, determinată exclusiv de majorarea variației anuale a prețurilor pe segmentul „energie electrică și gaze naturale” pe seama unui efect de bază asociat reducerilor consistente de tarife în aprilie-mai 2024, antrenate de modificări legislative care au vizat scăderea prețurilor reglementate pentru achiziția centralizată. De altfel, în trimestrul II 2025 situația

de pe piețele de electricitate și gaze naturale a fost favorabilă, la nivel trimestrial fiind înregistrate variații cumulate negative, odată cu încheierea sezonului rece, ca urmare a detensionării pieței de gaze naturale, respectiv a migrării unor consumatori de energie electrică spre tranșele inferioare de consum. În ceea ce privește dinamica anuală a combustibililor, aceasta s-a plasat la un nivel similar celui atins la finele trimestrului anterior, variația cumulată la nivelul trimestrului fiind negativă și în cazul acestui segment, pe fondul deprecierei monedei americane în trimestrul II și al reducerii cotației Brent în aprilie-mai (până la circa 65 USD/baril), determinate

Grafic 1.2. Prețurile pentru legume și fructe



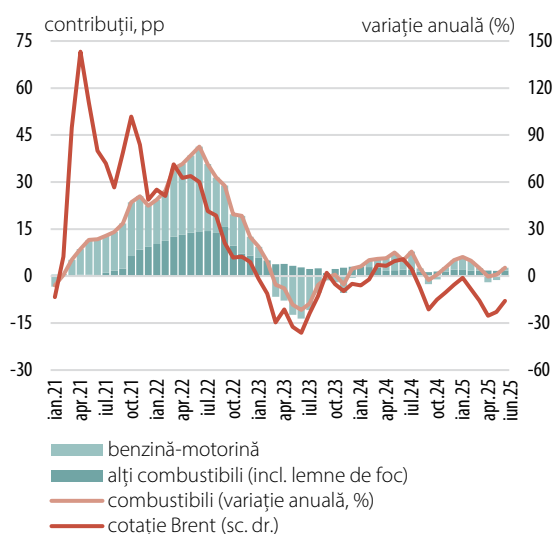
Sursa: INS, calcule BNR

de renunțarea treptată la plafoanele de producție și de menținerea incertitudinilor privind creșterea economică globală¹ (Grafic 1.3).

O evoluție ascendentă, dar ceva mai temperată, a avut și rata anuală a inflației CORE2 ajustat, aceasta urcând în iunie până la 5,7 la sută (de la 5,2 la sută la finele trimestrului I). Un aport substanțial a revenit componentei alimentare (Grafic 1.4), ale cărei prețuri s-au majorat cu 5,5 la sută în termeni anuali (+1,0 punct procentual față de luna martie), nivelul reprezentând maximum ultimului an și jumătate. Ceilalți doi subindici ai inflației de bază au variat mai puțin față de martie (-0,3 la sută în cazul bunurilor nealimentare, până la 5,1 la sută în iunie, respectiv +0,3 la sută în cazul serviciilor, până la 6,6 la sută), menținându-se însă la valori ridicate din perspectivă istorică. Dezinflația este frânată, pe de o parte, de creșterea anticipațiilor pe termen scurt, iar pe de

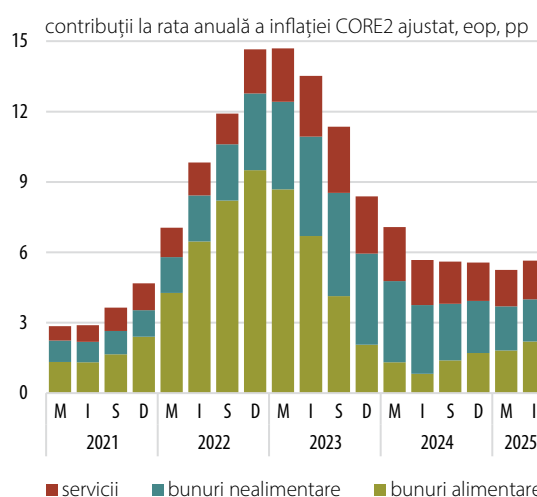
altă parte, de variația încă ridicată a costurilor unitare cu forța de muncă. Suplimentar, segmentul alimentelor procesate se confruntă în continuare cu creșteri de costuri pentru anumite materii prime (carne și lapte), în timp ce unele servicii de piață ale căror prețuri sunt raportate la euro (precum serviciile de telefonie și chiriile) au reacționat la creșterea cursului de schimb leu/euro. Bunurile nealimentare au beneficiat și în trimestrul II de condiții relativ benigne pe filiera importurilor, însă variația trimestrială anualizată pentru acest segment pare să revină pe un trend ascendent (Grafic 1.5).

Grafic 1.3. Cotația țițeiului și prețul combustibililor



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

Grafic 1.4. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat

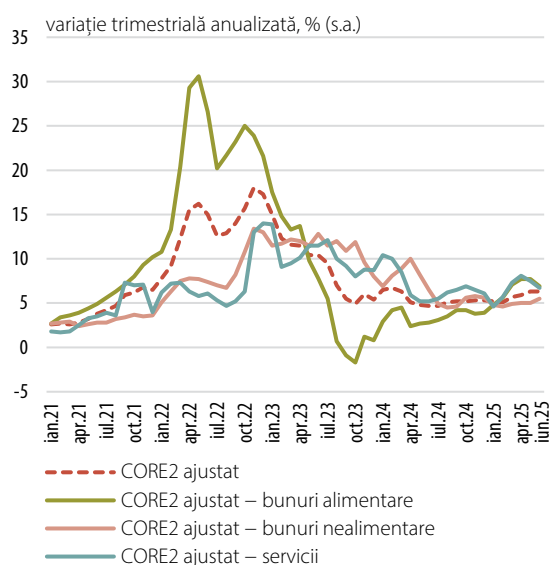


Notă: Contribuțiile nu exclud modificările cotelor TVA.

Sursa: INS, calcule BNR

¹ Chiar dacă luna iunie a marcat un salt al prețului petrolului (până la o medie de circa 70 USD/baril) odată cu escaladarea conflictului din Orientul Mijlociu, influența acestui șoc nu a anulat efectele evoluțiilor dezinflaționiste menționate pe ansamblul trimestrului II.

Grafic 1.5. CORE momentum

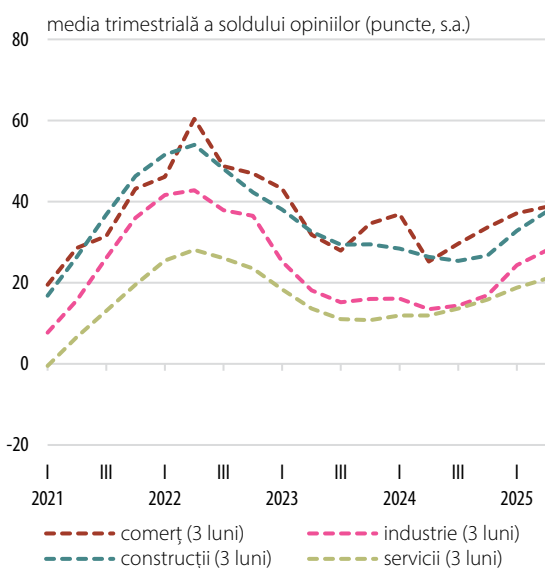


Sursa: INS, calcule BNR

Așteptările privind evoluția prețurilor pe termen scurt, exprimate de agenții economici, și-au continuat parcursul ascendent început cu trei trimestre în urmă, în toate sectoarele; majorări ale soldului conjunctural se remarcă îndeosebi în cazul operatorilor din construcții (Grafic 1.6). Totodată, anticipațiile analiștilor bancari cu privire la rata inflației peste un an s-au ajustat în sens ascendent, însă indicatorul referitor la perioada de doi ani a coborât sub limita superioară a intervalului țintei.

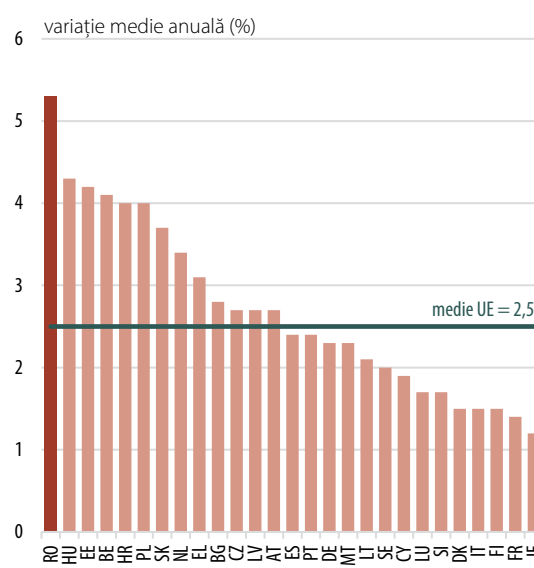
Exprimată ca medie anuală, rata inflației a consemnat o cvasistagnare: indicatorul determinat conform metodologiei naționale s-a menținut la 5,1 la sută, iar cel calculat pe baza structurii armonizate a înregistrat doar o scădere marginală (-0,1 puncte procentuale comparativ cu trimestrul anterior), plasându-se la 5,3 la sută în luna iunie 2025 (Grafic 1.7).

Grafic 1.6. Anticipații privind evoluția prețurilor



Sursa: CE-DG ECFIN

Grafic 1.7. IAPC mediu anual în UE – iun. 2025



Sursa: Eurostat

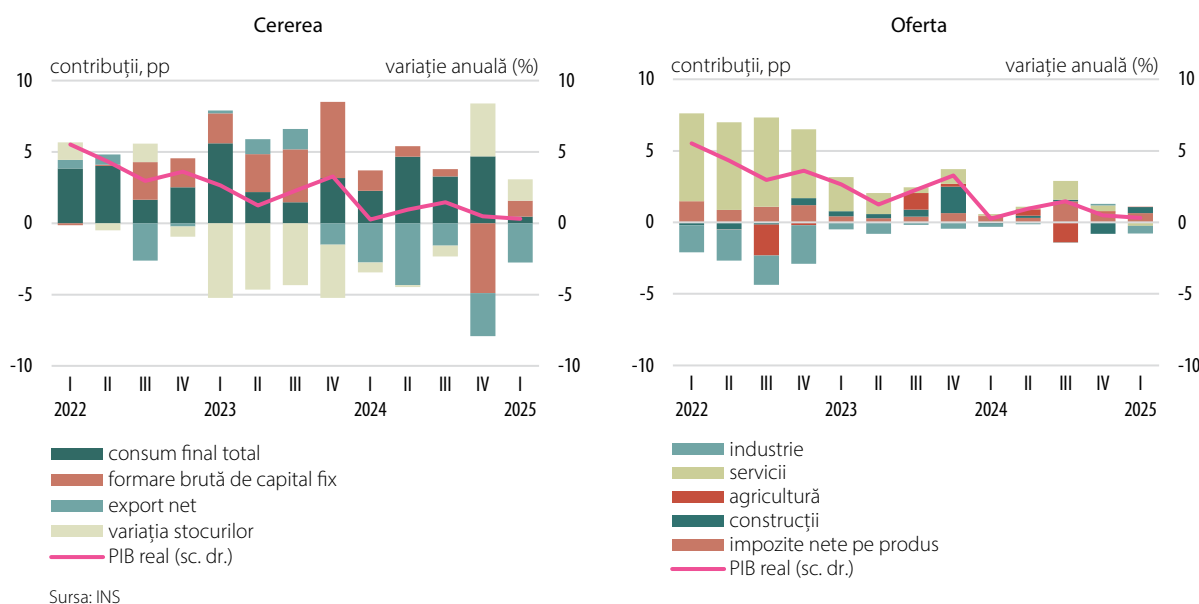
La finele trimestrului II 2025, rata anuală a inflației a înregistrat o valoare superioară cu 0,6 puncte procentuale față de cea prognozată în ediția din luna mai a *Raportului asupra inflației*, preponderent pe fondul evoluției peste așteptări a prețurilor mărfurilor alimentare, cu precădere cele ale fructelor și legumelor.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

Economia României a început cu timiditate anul 2025 – avansul anual de numai 0,3 la sută² al PIB real a fost inferior celui din trimestrul IV 2024 (0,5 la sută), precum și mediei anului precedent (0,8 la sută), Grafic 2.1.

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



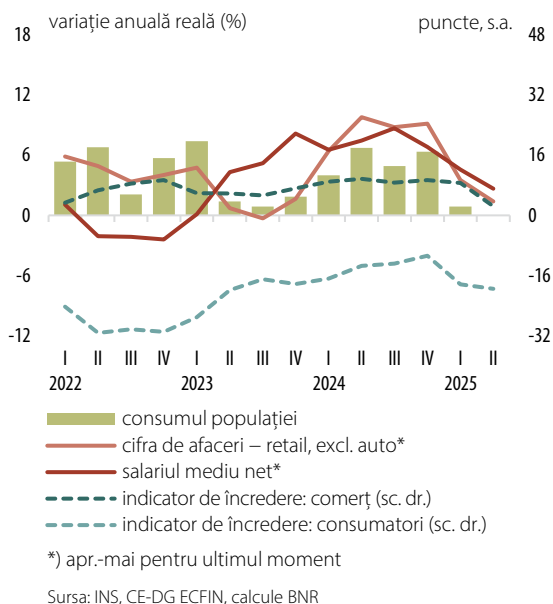
Sursa: INS

Din perspectiva ofertei, similar trimestrelor precedente, dinamica pozitivă a fost atribuită impozitelor nete pe produs (cu o contribuție de 0,7 puncte procentuale). În schimb, variația anuală negativă a VAB s-a adâncit ușor (-0,4 la sută față de -0,2 la sută în intervalul anterior), în condițiile în care creșterea activității din construcții a fost insuficientă pentru a contrabalansa restrângerea VAB din industrie și servicii (cu 3 la sută, respectiv 0,4 la sută), în timp ce contribuția agriculturii a fost nulă. În ceea ce privește activitatea industrială, dificultățile întâmpinate în ultimii ani au creat premisele unei reșezări a producției pe o structură mai suplă, caracterizată de procese de lucru mai eficiente. Evoluții de acest tip pare că s-au consemnat în industria auto, unde, pe de o parte, o serie de producători de componente au decis restrângerea sau chiar încetarea activității, iar pe de altă parte, un interes tot mai pronunțat se acordă creșterii gradului de automatizare și robotizare a liniilor tehnologice. Absorbția internă și-a păstrat parcursul ascendent, pe fondul unei noi creșteri a consumului privat (mai lente, totuși), concomitent cu dinamizarea

² În această secțiune, comentariile privind evoluția în termeni anuali a PIB au la bază seriile de volum exprimate în prețurile trimestrului corespunzător al anului precedent.

investițiilor. În consecință, importurile de bunuri și servicii și-au intensificat creșterea până la 7,6 la sută, devansând vizibil dinamica exporturilor.

Grafic 2.2. Consumul populației



Consumul populației și-a atenuat semnificativ rata anuală de creștere, până la 0,9 la sută în primul trimestru din 2025, în contextul menținerii pe o traiectorie descrescătoare a dinamicii anuale a salariului net real până la 4,5 la sută³, precum și a celei aferente creditelor noi de consum. Totodată, cererea de consum a fost afectată de acutizarea incertitudinilor asociate mediului politic, indicatorul de încredere a consumatorilor înregistrând o reducere cu 7,6 puncte comparativ cu media aferentă trimestrului IV 2024, până la -18,3 puncte în primul trimestru din 2025. Astfel, activitatea din comerț și servicii și-a moderat rata anuală de creștere, până la aproximativ 3 la sută, scăderi fiind consemnate de comerțul cu bunuri alimentare (-2,0 la sută în termeni anuali), precum și de serviciile prestate populației (-2,4 la sută, variație anuală). În cazul celor dintâi, cu toate că cererea parcurge o perioadă mai puțin favorabilă, la nivelul ofertei

au loc evoluții care ar putea susține volumul achizițiilor – pe de o parte, lanțurile moderne de retail își continuă expansiunea, informațiile culese din piață sugerând chiar o intensificare a acestora comparativ cu anul 2024, pe de altă parte, concurența accentuată în rândul operatorilor din acest sector alimentează preocuparea pentru reducerea costurilor de operare prin digitalizare și prin asigurarea propriilor capacități de alimentare cu energie electrică fotovoltaică (Grafic 2.2).

Cererea de consum va continua probabil să consemneze ritmuri moderate de creștere, trimestrul II fiind în continuare afectat de instabilitatea politică, urmată, în a doua parte a anului, de efectele restrictive asociate măsurilor de consolidare fiscală, care favorizează adoptarea unui comportament de consum mai prudent. Primele indicii în acest sens sunt oferite de indicatorul de încredere a consumatorilor, care s-a redus până la -24,8 puncte în luna iunie 2025 (cu circa 9,3 puncte față de luna precedentă), în principal pe seama deteriorării așteptărilor privind situația financiară și cea economică în următoarele 12 luni. Perspectiva este sugerată și de temperarea creșterii anuale a cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul până la 1,4 la sută în aprilie-mai, precum și de înrăutățirea încrederii pe termen scurt a operatorilor din comerț, care în trimestrul II a atins un nivel minim pentru perioada postpandemică (2,4 puncte), o contribuție revenind comerțului auto, unde indicatorul de încredere a coborât până la -4,1 puncte. Vânzările pe acest segment vor fi probabil afectate și de ajustarea programului de reînnoire a parcului auto pentru persoane fizice, în sensul reducerii fondurilor alocate la o treime din cele anunțate inițial.

³ Inclusiv ca urmare a eliminării unor facilități fiscale pentru angajații din construcții, IT, agricultură și din sectorul alimentar, doar într-o anumită măsură compensate prin creșteri la nivelul salariului brut de unii angajatori.

În trimestrul I 2025, execuția bugetului general consolidat s-a soldat cu un deficit de 43,7 miliarde lei (2,3 la sută din PIB), semnificativ superior celui din perioada similară a anului 2024, de 35,9 miliarde lei (2,0 la sută din PIB). În raport cu trimestrul IV 2024, deficitul bugetar s-a redus însă substanțial⁴, în linie cu tiparul interanual al execuției bugetare⁵, în condițiile descreșterii pronunțate a cheltuielilor bugetare totale⁶, atât pe seama componentei de capital, cât și sub influența evoluției unor cheltuieli de natură curentă^{7,8}. Veniturile bugetare au consemnat o scădere inferioară ca amplitudine în acest interval⁹, în principal pe fondul diminuării încasărilor din impozitul pe profit^{10,11}, din TVA¹² și din accize¹³, care a fost compensată într-o oarecare măsură ca impact de majorarea veniturilor din impozitul pe salarii și venit¹⁴ și a celor nefiscale¹⁵.

Execuția bugetară și-a întrerupt trendul de deteriorare în trimestrul II 2025, finalizându-se cu un deficit mai mic decât cel înregistrat în perioada similară a anului trecut, respectiv de 26,1 miliarde lei (echivalent cu 1,4 la sută din PIB), comparativ cu 27,8 miliarde lei (1,6 la sută din PIB) în trimestrul II 2024.

Pe ansamblul semestrului I, deficitul bugetar a atins însă valoarea de 69,8 miliarde lei (3,7 la sută din PIB), superioară celei consemnate în intervalul similar din 2024 (63,7 miliarde lei, echivalent cu 3,6 la sută din PIB).

Formarea brută de capital fix a crescut în trimestrul I cu 5,5 la sută în termeni anuali, însă evoluția nu constituie neapărat o redresare, urmând unei contracții ample în ultima parte a anului 2024 (Grafic 2.3). De altfel, media celor două trimestre¹⁶ s-a situat cu 1,7 la sută sub cea a trimestrelor I-III 2024, cu traiectorii asemănătoare la nivelul celor două componente majore (construcții și, respectiv, obiective de altă natură¹⁷). Această evoluție reflectă, mai ales, climatul de incertitudine local (determinat de prefigurarea unui cadru fiscal restrictiv și de prelungirea procesului electoral), care

⁴ În trimestrul IV 2024, soldul bugetar negativ a crescut la 56,5 miliarde lei (3,2 la sută din PIB); pentru analiză au fost utilizate datele operative privind execuția bugetară publicate de MF.

⁵ În mod atipic, în primul trimestru din 2024, deficitul bugetar s-a mărit ușor în termeni absoluți în raport cu cel înregistrat în trimestrul IV 2023 (33,6 miliarde lei, reprezentând însă 2,1 la sută din PIB).

⁶ Acestea și-au înjumătățit ritmul de creștere anuală reală, la 4,9 la sută, de la 10,1 la sută în trimestrul anterior.

⁷ Scăderi mai consistente au fost înregistrate de cheltuielile cu bunuri și servicii (a căror dinamică anuală reală a coborât în teritoriul negativ), cu alte transferuri, de cele de personal (a căror variație reală s-a înjumătățit, coborând pe palierul de o cifră), precum și de categoria alte cheltuieli. În sens opus a acționat însă majorarea cheltuielilor cu dobânzile, precum și a celor de asistență socială, în cazul cărora dinamica anuală reală a înregistrat totuși o descreștere considerabilă, revenind pe palierul de o cifră.

⁸ La rândul lor, cheltuielile cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile au consemnat o scădere consistentă, dar cu impact relativ minor asupra soldului bugetar, datorită unei evoluții relativ similare a sumelor primite de la UE.

⁹ În termeni anuali reali, acestea și-au reluat totuși creșterea, mărindu-se cu 1,9 la sută (după scăderea cu 1,0 la sută în trimestrul precedent), însă în principal ca urmare a temperării scăderii sumelor primite de la UE.

¹⁰ Evoluția a avut în mare parte un caracter sezonier, atribuibil calendarului obligațiilor fiscale; dinamica anuală reală a veniturilor din impozitul pe profit a coborât totuși în teritoriul negativ.

¹¹ Sumele primite de la UE au înregistrat de asemenea o scădere consistentă, dar cu impact redus asupra soldului bugetar.

¹² Dinamica anuală reală a acestor încasări a coborât în teritoriul negativ, inclusiv pe fondul majorării rambursărilor de taxă.

¹³ În termeni anuali reali, acestea au continuat totuși să se majoreze.

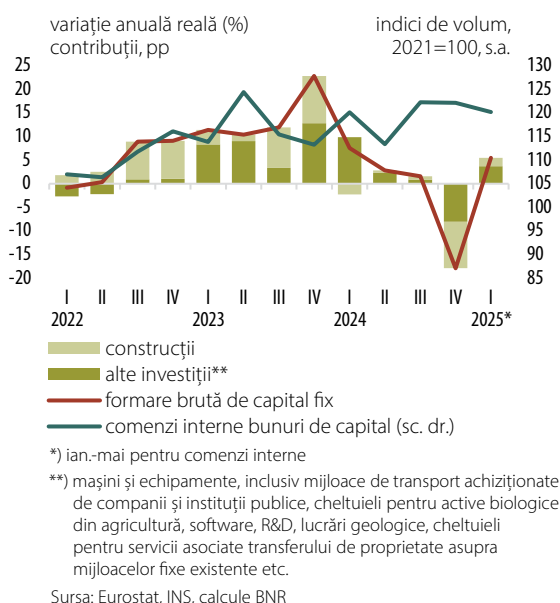
¹⁴ Inclusiv pe fondul creșterii semnificative în ianuarie a încasărilor din impozitul pe dividende, ca urmare a plăților mai mari efectuate prin aplicarea cotei de impozit de 8 la sută (aceasta a fost majorată la 10 la sută începând cu anul 2025).

¹⁵ În același sens a acționat și majorarea încasărilor din impozitele și taxele pe proprietate, specifică debutului de an.

¹⁶ Calculată pe baza valorilor în prețuri constante, ajustate sezonier

¹⁷ Mașini și echipamente, inclusiv mijloace de transport achiziționate de companii și instituții publice, software, cheltuieli de cercetare, prospecțiuni geologice, investiții în active biologice etc.

Grafic 2.3. Investiții



alimentează totodată o perspectivă rezervată pe termen scurt asupra investițiilor. Așteptări favorabile se conturează totuși în cazul construcțiilor ingineresti (îndeosebi pe fondul continuării lucrărilor pentru infrastructura de transport, pe segmentul rutier majoritatea termenelor de finalizare plasându-se în semestrul II 2025), precum și în anumite sectoare industriale, cum ar fi cel energetic, unde mai multe proiecte de anvergură sunt în derulare sau vor demara în trimestrul III.

La nivelul finanțării, perspectiva este relativ pesimistă. Resursele proprii ale companiilor au rămas la un nivel scăzut, după evoluțiile nesatisfăcătoare înregistrate în majoritatea sectoarelor în ultimul an. Așteptările privind resursele publice naționale sunt mai degrabă nefavorabile, în contextul procesului de consolidare fiscală, iar atragerea fondurilor europene nerambursabile a fost modestă pe parcursul anului

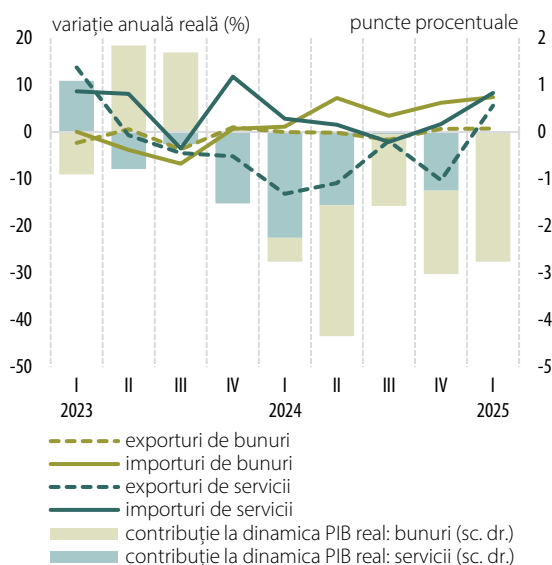
trecut și în primul semestru din acest an. Astfel, în cazul CFM 2021-2027, rata de absorbție a fondurilor structurale și de coeziune se plasa la sfârșitul lunii iunie la numai 16 la sută; în această lună, România a reușit însă încasarea a 1,3 miliarde euro din cadrul PNRR (plată parțială aferentă celei de a treia cereri depuse la Comisia Europeană), ceea ce a ridicat la 10,7 miliarde euro totalul sumelor încasate (rată de absorbție 37,6 la sută). Deși capacitatea administrativă de gestionare a acestor fonduri rămâne o provocare, riscul de suspendare a finanțării europene pentru proiectele aflate în derulare s-a redus simțitor, odată cu adoptarea unui prim set de măsuri pentru reducerea deficitului bugetar. Totodată, revizuirea PNRR în sensul alocării de proiecte care să permită folosirea integrală a fondurilor nerambursabile și al stabilirii listei proiectelor-cheie finanțate prin împrumuturi este posibil să impulsioneze procesul de absorbție. Influxurile nete de ISD sub forma participațiilor la capital¹⁸ au crescut cu 46 la sută față de ianuarie-mai 2024. Chiar dacă înăsprirea cadrului fiscal și incertitudinile existente pe plan mondial, provocate de politica de tarife comerciale a SUA, vor determina probabil amânarea pe termen scurt a unor proiecte de investiții în economia locală, pe termen mai lung România continuă să reprezinte o destinație atractivă¹⁹.

Cererea externă netă și-a păstrat influența negativă asupra dinamicii anuale a PIB real (-2,8 puncte procentuale), ca urmare a creșterii dezechilibrului pe segmentul bunurilor (Grafic 2.4). O redresare a acestuia din urmă este puțin probabilă pe orizontul de prognoză, în condițiile în care acoperirea cererii interne va antrena menținerea unui ritm pozitiv al importurilor, iar livrările externe vor continua să se deruleze într-o conjunctură dificilă (parcurs încă neconvincător al economiilor europene, inclusiv

¹⁸ Inclusiv poziția estimată pentru reinvestirea profiturilor

¹⁹ Potrivit EY Attractiveness Survey (iunie 2025), 58 la sută dintre investitorii intervievați consideră că atractivitatea României se va accentua în următorii trei ani (procentul este totuși inferior celui din anul 2024, respectiv 67 la sută), dispunând de o serie de atuuri de ordin structural, precum eficiență prin costuri, dimensiunea pieței, acces la finanțare, capacitate digitală în creștere.

Grafic 2.4. Comerț exterior



Sursa: INS

pe seama fragmentării pronunțate a lanțurilor de valoare adăugată, indusă de încordarea relațiilor comerciale globale). Totuși, pentru trimestrul II nu este exclusă o evoluție pozitivă a exporturilor de bunuri industriale (cu susținere din partea celor de echipamente electrice și componente electronice), după cum relevă opiniile producătorilor de profil privind portofoliul de comenzi externe (sondaj DG ECFIN). O posibilă explicație este creșterea temporară a cererii din partea zonei euro pentru refacerea stocurilor, ca urmare a livrărilor accelerate realizate către SUA în primele luni ale anului, înainte de primul termen de implementare a tarifelor comerciale (*frontloading*)²⁰. Livrările de autovehicule par să susțină, de asemenea, exporturile în trimestrul II, producția industriei de profil înregistrând în aprilie-mai o creștere cu 5 la sută comparativ cu primele trei luni ale anului, antrenată probabil de lansarea recentă a unor modele noi,

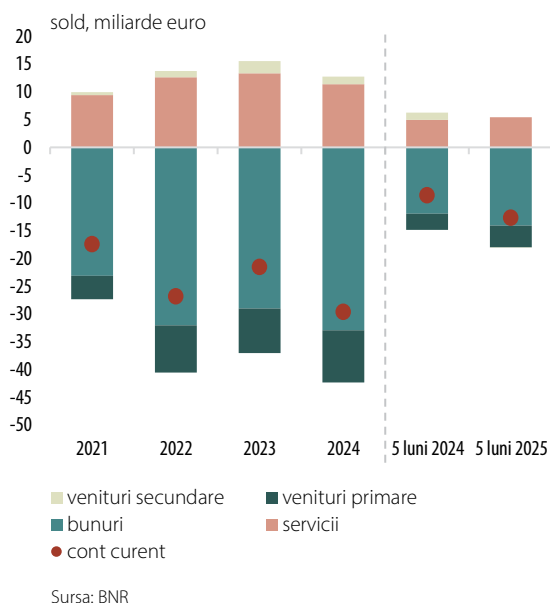
cu prețuri competitive. Performanța la export a sectorului auto nu va fi însă scutită de provocări, în condițiile în care piața europeană de autovehicule electrice se confruntă cu o concurență acerbă din partea produselor chinezești; totodată, ramurile producătoare de componente auto – mai bine ancorate la traiectoria industriei germane – este posibil să evolueze modest, inclusiv din cauza perturbărilor survenite pe lanțurile internaționale de aprovizionare ca urmare a deciziei adoptate în luna aprilie de China, de a condiționa exportul metalelor rare de obținerea unei licențe de către firmele solicitante²¹.

În trimestrul I, parcursul modest al exporturilor de bunuri a fost din nou determinat, în principal, de balanța agricolă, afectată de condițiile climaterice adverse din anul 2024 (surplusul comercial pentru materii prime s-a redus cu 39 la sută în termeni de volum). Înrautățiri ale soldurilor comerciale au înregistrat, de asemenea, anumite produse alimentare prelucrate (în special ulei vegetal, băuturi și produse din fructe și legume procesate sau conservate). Exporturi în scădere au consemnat și alte bunuri industriale, destinate fie utilizării finale (de pildă, produse electronice de larg consum, autovehicule, mașini și echipamente), fie integrării în procese de producție din alte țări (anumite echipamente electrice, produse din metal). O anumită îmbunătățire a înregistrat balanța energetică, în condițiile în care restrângerea activității unor ramuri energointensive (metalurgia și chimia) a determinat importuri mai scăzute de inputuri (cărbune superior, cocs) și a eliberat pentru export cantități suplimentare de gaze naturale. Un aport pozitiv de mică dimensiune a avut și comerțul cu petrol și produse derivate, livrările de carburanți crescând mai alert decât importurile de țiței.

²⁰ Volumul exporturilor de bunuri ale zonei euro către SUA s-a majorat cu 17,3 la sută față de trimestrul IV 2024 (mai ales în luna martie, când ritmul lunar a fost de 25 la sută), revenind în aprilie la un nivel comparabil cu cel din ultima parte a anului anterior.

²¹ În ceea ce privește relația cu țările UE, China a anunțat totuși, în luna iunie, disponibilitatea înființării unui „canal verde” pentru accelerarea procesului de eliberare a licențelor.

Grafic 2.5. Contul curent



Decalajul negativ dintre dinamica volumului exporturilor și cea aferentă importurilor de bunuri a contribuit la adâncirea cu 18 la sută a deficitului bunurilor în perioada ianuarie-mai (conform balanței de plăți)²². La nivelul contului curent, deteriorarea a fost însă și mai amplă (46,7 la sută), fiind alimentată și de înrăutățirea conturilor de venituri – creșterea cu 32,9 la sută a deficitului aferent veniturilor primare (atribuită în principal plăților de dobânzi pentru titluri guvernamentale) și trecerea pe un ușor deficit a contului de venituri secundare, în contextul încetinirii absorbției de fonduri europene nerambursabile și al reducerii transferurilor curente ale lucrătorilor din străinătate. În schimb, surplusul contului de servicii s-a majorat cu 9,3 la sută, evoluția fiind localizată îndeosebi pe segmentul IT&C și pe cel al transporturilor de mărfuri (cu un posibil impuls asociat aderării României la spațiul Schengen), dar rezultatul pozitiv

a fost erodat de adâncirea deficitului din activitatea de turism (Grafic 2.5).

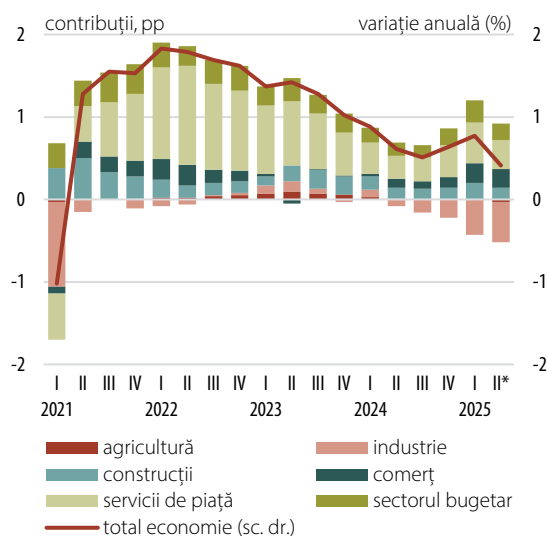
Piața muncii

Anul 2025 a debutat cu schimbări destul de vizibile în planul principalilor indicatori de pe piața muncii, evoluții care au reflectat mai clar trenarea activității economice observate în anul precedent. Atât cererea, cât și oferta de forță de muncă au consemnat ajustări care indică o relaxare a condițiilor din piață, iar dinamica anuală a salariilor, deși în continuare înaltă, s-a temperat.

Gradul de tensionare a pieței muncii s-a diminuat în trimestrul I 2025, înregistrând cel mai scăzut nivel post-COVID. Rata locurilor de muncă vacante s-a redus până la 0,6 la sută în trimestrul I – deși modificarea este marginală, evoluția capătă relevanță în contextul stabilității prelungite a variabilei (0,7 la sută mai mult de un an). În paralel, rata șomajului BIM s-a majorat pronunțat, ajungând la 6 la sută (+0,3 puncte procentuale față de trimestrul IV 2024); cu toate că datele provizorii pentru intervalul aprilie-mai plasează rata șomajului la 5,8 la sută, cel mai probabil la nivelul întregului trimestru II se va înregistra o valoare superioară, având în vedere perspectivele modeste privind activitatea economică. Slăbirea cererii de forță de muncă reiese și din cele mai recente rezultate ale sondajului DG ECFIN, deficitul de forță de muncă devenind o problemă mai puțin presantă pentru companii. O concluzie similară relevă și rezultatele chestionarului de conjunctură din luna martie 2025 realizat de Camera de Comerț și Industrie Româno-Germană, care semnalează o schimbare în clasamentul preocupărilor pe care le au companiile, cererea de produse și servicii, cadrul politico-economic și costurile cu forța de muncă devansând lipsa personalului calificat. Deși plasate în plan secundar, problemele structurale ale pieței muncii (precum sistemul educațional ineficient, migrația masivă din perioada postaderare

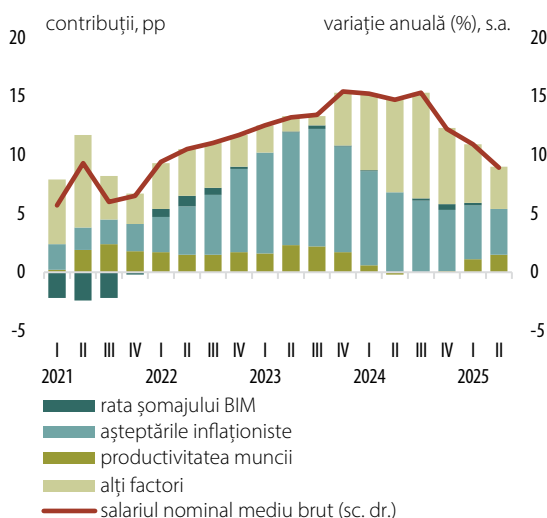
²² Un aport suplimentar a venit din componența de preț, creșterea valorii unitare a exporturilor fiind devansată de cea a importurilor (3,1 la sută față de 4,2 la sută yoy), potrivit datelor de comerț internațional (BEC) pentru perioada ianuarie-aprilie.

Grafic 2.6. Efectivul salariaților din economie



Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 2.7. 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), astfel:

$$\Delta \text{salariu mediu brut}_t = \beta_1 \Delta \text{salariu mediu brut}_{t-1} + \beta_2 \Delta \text{productivitatea muncii}_t + \beta_3 \Delta \text{IPC}_{t-2} + \beta_4 \Delta \text{rata șomajului BIM}_{t-2} + \text{alți factori}$$

Variațiile sunt approximate prin diferențe de logaritmi.

Sursa: INS, Eurostat, estimări și prognoze BNR

și îmbătrânirea populației) persistă și alimentează persistența unui deficit cronic de forță de muncă și a unui anumit nivel-prag de încordare a condițiilor de pe piața muncii (a se vedea Caseta).

Rata anuală de creștere a efectivului de salariați s-a majorat ușor în trimestrul I, până la 0,8 la sută (+0,1 puncte procentuale față de ultimele trei luni din 2024), Grafic 2.6. În cadrul sectorului privat, contribuții pozitive au avut, în principal, comerțul și construcțiile, dar și tehnologia informației, unde au încetat restructurările. În schimb, ramurile industriale care înregistrau deja scăderi ale numărului de salariați și-au continuat reorganizarea, mai ales cea de fabricare a autovehiculelor, unde sunt în derulare procese de robotizare a producției²³; suplimentar, recrutările din industria alimentară și-au accentuat tendința descendentă. În sectorul bugetar, primele trei luni ale anului au marcat o extindere a schemei de personal, dinamica anuală a numărului de salariați urcând la 1,4 la sută, de la 1 la sută în trimestrul IV 2024. La nivelul economiei, datele pentru intervalul aprilie-mai au evidențiat o temperare a dinamicii anuale a efectivului de salariați până la 0,4 la sută, majoritatea sectoarelor consemnând fie încetiniri ale ritmurilor de creștere, fie o adâncire a contracției; tendința a fost prezentă atât în mediul privat, cât și în sectorul public.

Pentru orizontul apropiat, climatul de recrutare rămâne precaut. Sondajul DG ECFIN indică o evoluție modestă a cererii de forță de muncă, așteptările privind ocuparea din trimestrul II fiind similare cu cele din trimestrul I. O perspectivă asemănătoare oferă studiul Manpower (ediția care vizează trimestrul III 2025), previziunea netă de angajare menținându-se la nivelul din trimestrul anterior (6 la sută, printre cele mai scăzute din Europa).

Rata anuală de creștere a salariului brut pe economie a urmat o tendință descendentă, coborând în trimestrul I până la 11,7 la sută (-1,5 puncte

procentuale față de trimestrul IV), iar în aprilie-mai până la 10,2 la sută. În sectorul privat evoluția a fost relativ stabilă în primele trei luni ale anului – 12,4 la sută, în medie,

²³ Dacia a lansat un program de plecări voluntare pentru angajații din uzina de la Mioveni, aceștia putând să își depună cererea de demisie până la 20 iunie în schimbul unor prime semnificative, cu încetarea contractului de muncă la 1 iulie.

cu 0,1 puncte procentuale peste nivelul trimestrului anterior –, în condițiile în care la 1 ianuarie 2025 a avut loc o nouă majorare a salariului minim, iar eliminarea facilităților fiscale pentru angajații din domeniul alimentar și cel al construcțiilor a fost parțial preluată de unii angajatori (în celelalte două sectoare afectate, IT și agricultură, această abordare a fost mai puțin evidentă). Ulterior, ritmul anual al salariilor din sectorul privat s-a atenuat, valoarea din intervalul aprilie-mai situându-se la 11,4 la sută. Tendința va continua cel mai probabil și în trimestrul II – potrivit estimărilor interne ale curbei Phillips (Grafic 2.7), contribuția nefavorabilă a factorilor exogeni continuă să se diminueze, în timp ce productivitatea muncii recapătă importanță în procesul de negociere a salariilor. În sectorul bugetar, dinamica anuală a salariilor a scăzut semnificativ, până la 9,4 la sută în trimestrul I și 5,7 la sută în aprilie-mai 2025, dată fiind înghețarea salariilor pentru funcționarii publici.

Casetă. Caracteristici structurale ale deficitului de forță de muncă din România

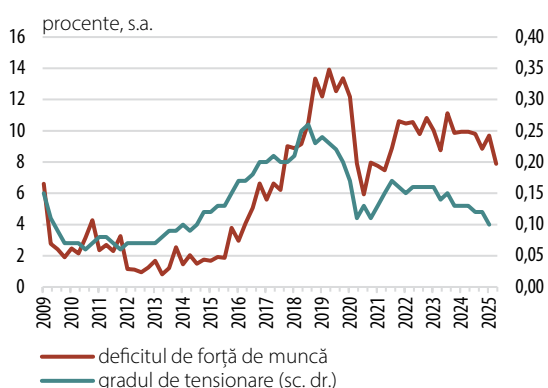
Deficitul de forță de muncă se manifestă atunci când angajatorii întâmpină dificultăți în ocuparea locurilor de muncă vacante, din cauza ofertei insuficiente sau

care nu corespunde cerințelor specifice posturilor disponibile. Fenomenul este, de regulă, surprins cu ajutorul unor sondaje care măsoară percepția companiilor privind intensitatea lipsei de personal calificat și impactul acesteia asupra activității. Într-o accepțiune mai restrânsă, conceptul poate fi asociat și cu gradul de tensionare de pe piața muncii (Groiss și Sondermann, 2023), Grafic A. Ambii indicatori reflectă raportul dintre cererea și oferta de forță de muncă, însă percepția firmelor asupra deficitului de forță de muncă este de natură să ofere o măsură directă a fenomenului, care poate fi privit din mai multe unghiuri: ciclic versus structural, dar și calitativ versus cantitativ. Competențele dobândite în timpul educației formale și motivația pentru învățarea continuă, alături de provocările demografice și emigrație sunt factori care includ o componentă structurală semnificativă și care influențează deficitul de forță de muncă²⁴. În contextul în care deficiențele

structurale au devenit o trăsătură perenă a pieței muncii din România, caseta de față își propune o trecere în revistă a progreselor și, după caz, a regreselor înregistrate în ultimii ani la nivelul principalilor indicatori care măsoară aceste evoluții.

Rezultatele extrase din *Sondajul privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România* (FCNEF), realizat de BNR, au relevat faptul că disponibilitatea forței

Grafic A. Gradul de tensionare a pieței muncii



Notă: Indicatorul privind tensionarea pieței muncii este calculat ca raport între rata locurilor de muncă vacante și rata șomajului BIM (date cu frecvență lunară). Deficitul de forță de muncă se referă la procentul companiilor care percep că dificultatea de a găsi forță de muncă reprezintă un factor care le limitează activitatea economică.

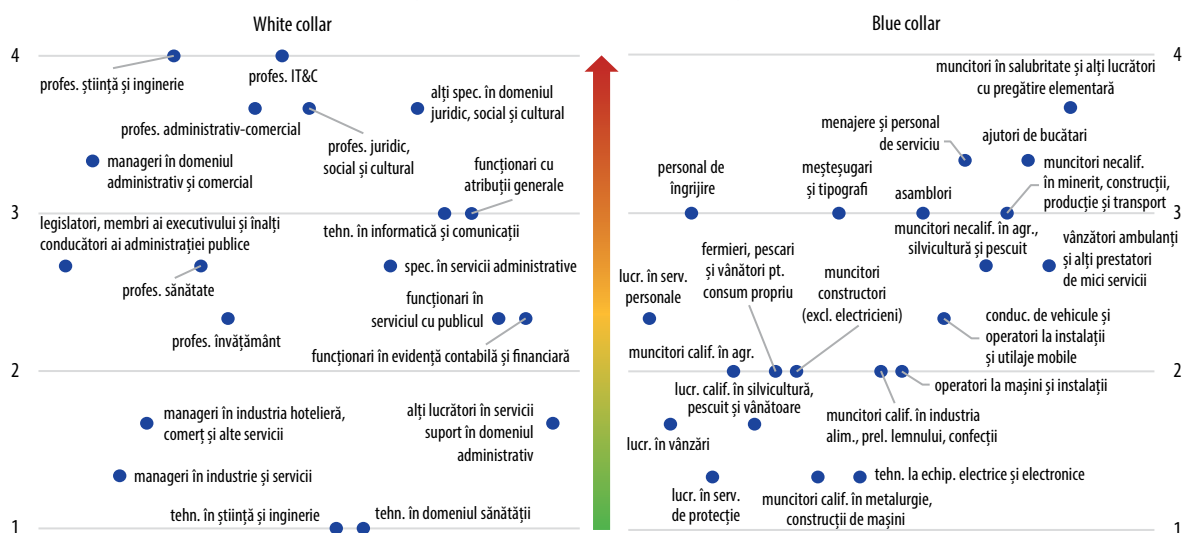
Sursa: INS, Eurostat, CE-DG ECFIN, calcule BNR

²⁴ În acest sens, la sfârșitul anului 2024, Consiliul Uniunii Europene a aprobat concluziile privind deficitul de forță de muncă și de competențe în UE, prilej cu care a formulat o serie de recomandări prin care invită statele membre să ajute grupurile subreprezentate în direcția creșterii accesului la locurile de muncă disponibile pe piața muncii.

de muncă bine pregătite a reprezentat o dificultate destul de des întâlnită în rândul companiilor în perioada septembrie 2024 – februarie 2025 (locul patru în clasament), aproximativ 40 la sută dintre acestea considerând lipsa personalului calificat ca fiind o problemă presantă (procentul urcă la 54 la sută în cazul corporațiilor). Conform sondajului DG ECFIN, procentul companiilor care reclamă forța de muncă drept factor care le limitează activitatea a fost destul de stabil în ultimii patru ani, plasându-se în proximitatea nivelului de 10 la sută. Nivelul destul de scăzut în comparație cu surse alternative de date sugerează însă o posibilă subevaluare a fenomenului, existând posibilitatea ca, în condițiile cronicizării problemei și ale unor măsuri de soluționare care au doar caracter paliativ, firmele să nu mai raporteze, completarea chestionarului fiind opțională.

În raport cu alte state comunitare, conform sondajului ECB SAFE (similar FCNEF), România pare să resimtă mai intens lipsa acută de personal calificat. Pe o scară de la 1 la 10, în ordine crescătoare după nivelul importanței, companiile românești au perceput că lipsa de personal calificat s-a situat, în medie, la 8,1 puncte în intervalul aprilie-septembrie 2024, în timp ce media UE27 s-a plasat la 6,7 puncte. Rezultatul este confirmat și de cel mai recent raport EURES realizat pentru anul 2024, care plasează România pe locul 5 în UE, din perspectiva deficitului de personal resimțit la nivel de grupe ocupaționale. Poziția nefavorabilă este oglindită de mai mulți indicatori din zona ocupării, țara noastră înregistrând una dintre cele mai mici rate de participare a forței de muncă (mai ales în rândul tinerilor, al femeilor și al minorității rome) și una dintre cele mai mari rate a tinerilor care nu au un loc de muncă, nu urmează o formă de învățământ și nici nu participă la activități de formare profesională (NEET²⁵). Astfel, deși s-a menținut pe o tendință ascendentă, rata de ocupare²⁶ a atins doar 63,8 la sută în 2024 (comparativ cu 49,5 la sută în 2009), cu aproape 10 puncte procentuale sub media UE.

Grafic B. Indicele deficitului de forță de muncă pe grupe ocupaționale



Notă: Un scor de 4 indică un nivel mai ridicat de deficit, iar un scor de 1 indică lipsa unui deficit.

Sursa: Cedefop, ediția 2024

²⁵ Young people neither in employment nor in education or training

²⁶ Determinată pentru persoane cu vârsta cuprinsă între 15 și 64 de ani

La nivel de grupe ocupaționale, după cum indică datele Cedefop²⁷ (Grafic B), oferta de forță de muncă pare să rămână limitată pe termen lung în special în zona locurilor de muncă care solicită competențe elementare, unde, în medie, se înregistrează cel mai amplu deficit (aici se încadrează de pildă muncitori necalificați în construcții, manipulanți de marfă, personal de curățenie sau de ambalare, ajutoare în bucătărie). În paralel, dificultăți accentuate persistă și în domeniile IT&C, științe, inginerie și sănătate, unde este solicitat un grad ridicat de specializare. Totuși, în cazul activităților tehnice cu un nivel mai scăzut de pregătire, deficitul pare a fi mai puțin accentuat, remarcându-se în unele regiuni ale țării chiar și excedent: ultimul raport EURES indică excedent de tehnicieni în IT&C pentru partea de Nord-Vest a țării, respectiv excedent de tehnicieni în domeniul fizicii și ingineriei în Sud-Est și Vest.

Educația

Competențele elementare și calificările medii pot fi dezvoltate prin parcurgerea unui program vocațional. La nivel comunitar, educația secundară superioară referitoare la orientarea vocațională (învățământul profesional și tehnic – IVET²⁸) include liceele vocaționale, tehnologice, școlile profesionale/școlile profesionale duale și programele vocaționale de scurtă durată²⁹.

Cu toate că, în România, ponderea cursanților care participă la un program cu o orientare vocațională în învățământul secundar superior (învățământ liceal și profesional) este mai mare față de cea aferentă celor care aleg un program cu orientare generală³⁰ (filiera teoretică din cadrul învățământului liceal), respectiv 56 la sută față de 44 la sută în 2023, această direcție înregistrează o rată mai ridicată a abandonului școlar și o rată mai scăzută de promovare a examenului de bacalaureat (ușor sub 60 la sută față de circa 86 la sută în cazul orientării generale), ceea ce afectează implicit oferta de lucrători calificați. În plus, România înregistrează de departe cea mai mare pondere a elevilor care nu sunt înscriși în învățământul secundar superior, deși ar fi trebuit, ținând cont de vârstă – aproape 27 la sută în 2023, cu mult peste media UE (circa 7 la sută). În plus, din perspectiva expunerii absolvenților IVET la învățarea la locul de muncă, România se plasează pe ultimul loc, la o diferență considerabilă față de media UE (Grafic C). Pe lângă calitatea scăzută a actului educațional, în spatele acestor cifre se află o realitate socială îngrijorătoare. O parte semnificativă a populației din zona rurală are posibilități limitate (sau se află chiar în imposibilitatea) de a beneficia de educație, date fiind expunerea ridicată la riscul de sărăcie (41,7 la sută în anul 2024) și disparitatea substanțială între mediile de rezidență din perspectiva alternativelor educaționale și a standardelor de evaluare asociate.

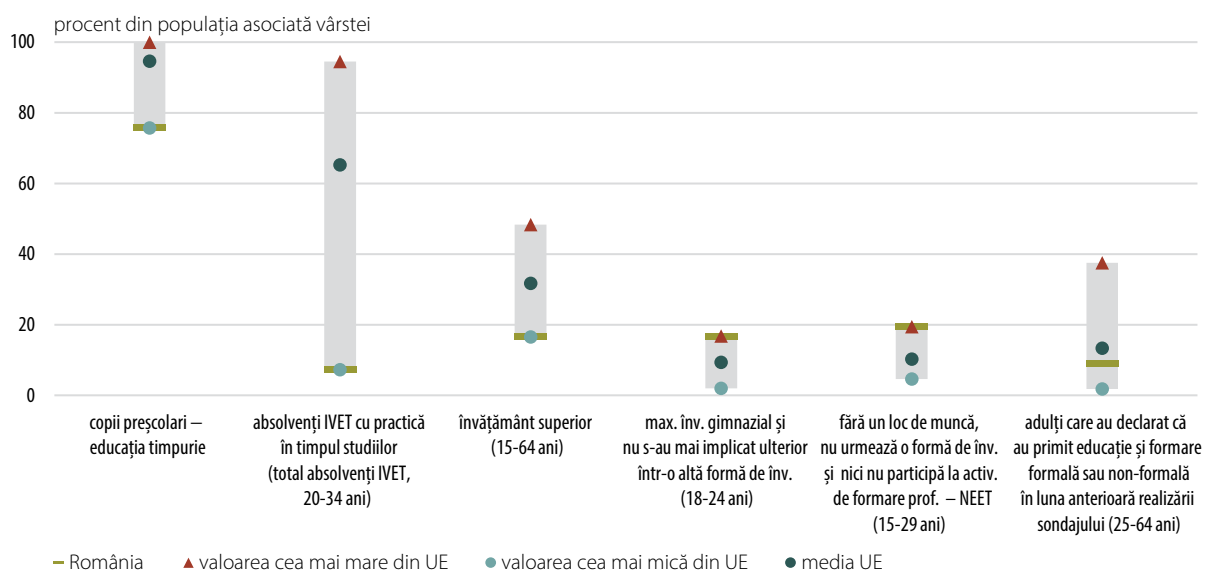
²⁷ Centrul European pentru Dezvoltarea Formării Profesionale

²⁸ *Initial vocational education and training*

²⁹ Până de curând, oferta educațională de tip vocațional din România era mai restrânsă, limitată în principal la liceele tehnologice și școlile profesionale (inclusiv cel dual), însă noua lege a educației (adoptată în 2023) acoperă întregul ciclu IVET.

³⁰ Oferă o bază largă de cunoștințe teoretice și practice în domenii diverse (de exemplu matematică-informatică, științele naturii, filologie, științe sociale).

Grafic C. Indicatori relevanți privind educația pe parcursul vieții



Sursa: Eurostat

Scorurile medii la testele PISA³¹ organizate în 2022 clasează elevii români pe penultimul loc în Uniunea Europeană, progresul față de ediția anterioară (2018) fiind nul – aproximativ 42 la sută dintre elevii români nu pricep ceea ce citesc, aproape 49 la sută nu pot face conexiuni matematice și 44 la sută nu înțeleg fundamentul științific al unor fenomene familiare.

După cum era de așteptat, studenții dezavantajați din punct de vedere socio-economic, care aparțin mediului rural (aproape jumătate din populație) sau comunității rome (aproape o treime din populația rurală a fost identificată ca fiind de etnie romă în 2023), tind să opteze pentru un program încadrat în oferta educațională IVET. Cel mai probabil, această alegere își are rădăcinile într-un început educațional fragil, accentuat de decalajul dintre mediul urban și cel rural (doar 7,4 la sută dintre copiii înscriși la creșă în anul 2023 sunt din zone rurale³²). În același an, doar 75,7 la sută dintre copiii preșcolari cu vârsta de peste trei ani erau înregistrați în învățământul timpuriu, valoarea fiind inferioară atât celei din 2013 (84,1 la sută), cât și mediei UE (94,6 la sută), aflată deja în apropierea țintei de participare stabilite pentru 2030 (96 la sută).

Spre deosebire de elevii de liceu care se înscriu într-un program cu orientare vocațională, cei care urmează filiera teoretică obțin rezultate mai bune. De exemplu, în anul 2025, aproape 30 la sută dintre aceștia din urmă au obținut cel puțin nota 9 la examenul de bacalaureat, față de circa 6 la sută în cazul profilului vocațional. În plus, participarea la educația STEM³³ (constituită în special din elevi care aparțin

³¹ Destinate evaluării abilităților elevilor în vârstă de 15 ani de a înțelege un text, de rezolva probleme din domeniul matematicii și al științelor

³² Raport privind starea învățământului preuniversitar din România, 2023-2024

³³ Știință, Tehnologie, Inginerie și Matematică

filierii teoretice), un reper pentru capacitatea unui sistem educațional de a susține inovația și de a forma competențe adaptate cerințelor actuale ale pieței muncii, a relevat o poziție sub media Uniunii Europene în 2023 (86,3 studenți înscriși la mia de locuitori³⁴ față de aproximativ 98,7 în UE), dar nu printre cele mai scăzute niveluri. În acest sens, fonduri semnificative din PNRR (componenta 15) sunt direcționate către laboratoare moderne și echipamente digitale care să promoveze integrarea activităților STEM în programa școlară.

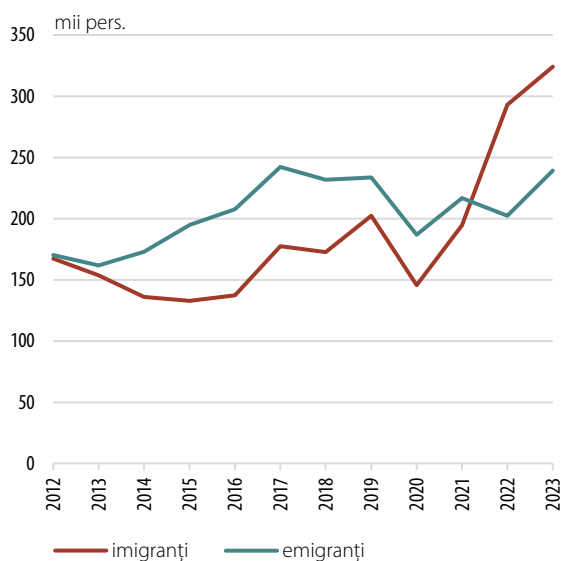
Din perspectiva adulților, trebuie menționată accentuarea interesului pentru învățarea continuă în ultimii ani, rata de participare a acestora la programe de educație și formare majorându-se cu aproape 7 puncte procentuale în intervalul 2013-2024.

Încercările recente de a reforma și moderniza sistemul de educație din România oferă unele perspective favorabile, Legea educației naționale nr. 1/2011 fiind înlocuită de două noi acte normative la finalul anului 2023. Pe de o parte, Legea învățământului preuniversitar nr. 198/2023, care vizează educația timpurie, învățământul primar și cel secundar, aduce modificări în structura și organizarea sistemului prin: integrarea creșelor în sistemul național de educație, asigurarea unei finanțări mai echitabile (formula de finanțare este ajustată pentru elevii cu nevoi speciale), introducerea unor noi metodologii de evaluare (de exemplu, portofoliul educațional personal al preșcolarului/elevului, înființarea mecanismului de monitorizare a nivelului de maturitate digitală, realizarea tuturor evaluărilor pe baza standardelor naționale de evaluare pentru fiecare disciplină), reglementări privind formarea continuă a cadrelor didactice (implementarea de programe de mentorat, menite să îmbunătățească abilitățile pedagogice), precum și prin extinderea educației secundare duale astfel încât să fie acoperite toate ciclurile IVET. Pe de altă parte, Legea învățământului superior nr. 199/2023 urmărește diversificarea ofertei educaționale cu opțiuni care se presupun a fi mai atractive pentru elevii din învățământul vocațional, care să asigure o tranziție mai lină între învățământul secundar superior și cel terțiar (introducerea programelor duale vocaționale de licență și a programelor terțiare de scurtă durată), încurajând învățarea continuă (cu accent pe reintegrarea în sistem a celor care au abandonat studiile, creșterea ratei de înscriere în universități a studenților care aparțin grupurilor vulnerabile și promovarea orientării către domenii STEM).

Dincolo de dimensiunea calitativă a deficitului de forță de muncă, care depinde în mod intrinsec de calitatea sistemului de educație, relevantă este și dimensiunea cantitativă, în contextul migrației masive și al sporului natural negativ cu care s-a confruntat România în ultimile decenii.

³⁴ Din populația cu vârsta între 20 și 29 de ani (încadrată în învățământul superior)

Grafic D. Fluxul migranților



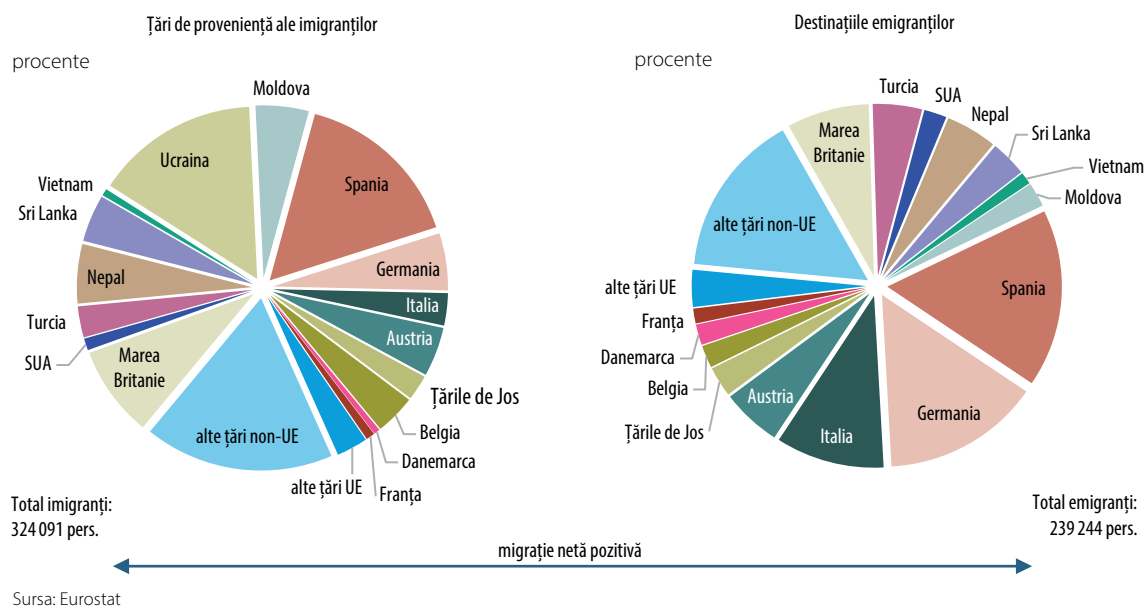
Sursa: Eurostat

Migrația

După mai bine de două decenii în care România a înregistrat o migrație netă negativă – fiind printre puținele state membre ale Uniunii Europene cu un astfel de parcurs, indicatorul a cunoscut o schimbare de semn în ultimii doi ani. Deși țara se confruntă în continuare cu un flux semnificativ de persoane care aleg să își stabilească reședința în țări din Occident, numărul celor care au intrat pe teritoriul țării noastre a crescut, atingând un nivel comparabil cu cel al emigrărilor. Astfel, în anii 2022 și 2023, rata netă a migrației a intrat în teritoriu pozitiv³⁵, (poziționându-se în jurul a 5 la sută, cu aproape 1 punct procentual sub media UE), traiectorie favorizată de decizia autorităților din anul 2022 de a majora și de a menține până în prezent contingentul anual de lucrători străini admiși la 100 000 de persoane, dar și de o creștere

semnificativă a interesului cetățenilor români de a reveni în țară după pandemia COVID-19 (Grafic D).

Grafic E. Fluxuri migratorii internaționale în și din România, 2023



Referitor la cetățenii străini, numărul imigranților a crescut semnificativ în ultimii ani, în special datorită lucrătorilor provenind din Nepal, Sri Lanka, Vietnam și alte state non-UE (probabil, în general, muncitori necalificați care aparțin țărilor în curs de dezvoltare) și prea puțin celor din UE (4,2 la sută³⁶ față de aproape 30 la sută

³⁵ Conform datelor estimate de Eurostat

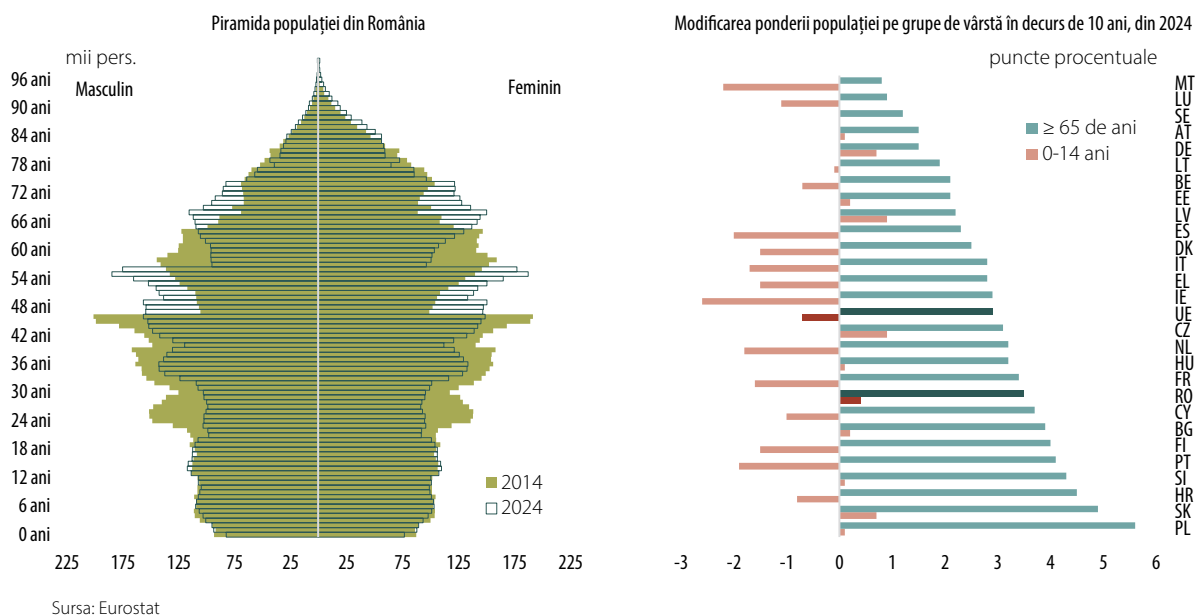
³⁶ Excluzând cetățenii români care se întorc în țară

din state non-UE). În paralel, România continuă să piardă un număr important de lucrători, posibil cu o pregătire superioară celor care intră în țară, întrucât aceștia reușesc să se stabilească în țări mai dezvoltate (precum Spania, Germania sau Italia), care le oferă perspective mai bune și un nivel de trai mai ridicat (Grafic E). Conform Eurobarometrului 101 din 2024, cetățenii români sunt cel mai puțin satisfăcuți de nivelul de trai, doar 62 la sută dintre aceștia declarând ca sunt mulțumiți de condițiile de viață comparativ cu un procent de 85 la sută în UE.

Demografia

Îmbătrânirea populației și variațiile în structura populației pe grupe de vârstă influențează în mod direct oferta de forță de muncă disponibilă pe termen mediu și lung. În România, populația cu vârsta de cel puțin 65 de ani a înregistrat o creștere constantă începând cu anul 2013, extinzându-se cu aproape 17 la sută până în 2024. Astfel, ponderea persoanelor vârstnice a ajuns la 20 la sută din totalul locuitorilor în 2024 (față de 16,3 la sută în 2013), în timp ce vârsta mediană a urcat la aproape 44 de ani comparativ cu 40,5 ani în 2013. Deși populația totală și-a stopat declinul în ultimii ani, cu o variație anuală de 0,1 la sută în 2023 și 2024, proiecțiile demografice realizate de Eurostat anticipează o reducere de aproape 10 la sută până în 2035. Unele evoluții pozitive se observă totuși la populația tânără: ponderea persoanelor cu vârsta de până la 15 ani s-a îmbunătățit începând cu anul 2017, menținându-se peste media UE și în perioada recentă. Deși rata negativă a sporului natural s-a restrâns în ultimii doi ani, aceasta rămâne încă sub nivelul înregistrat în anul anterior izbucnirii pandemiei COVID-19, și anume -4,4 la sută în 2023 față de -3,1 la sută în 2019 (la aceleași momente, media europeană se plasa la -2,6 la sută, respectiv -1,1 la sută). Deși, per ansamblu, raportul de gen evidențiază o ușoară predominanță a femeilor în populație (în 2024, numărul acestora a fost cu aproape 6 la sută mai mare decât cel al bărbaților), analiza pe grupe de vârstă arată că, până la 55 de ani, bărbații sunt majoritari, Grafic F.

Grafic F. Tendințe demografice



Cu toate că parcursul demografic actual, vizibil atât în plan național, cât și la nivelul altor țări europene³⁷, pare să afecteze sustenabilitatea ofertei de forță de muncă, există premise pentru atenuarea tendințelor. În acest sens, la sfârșitul anului 2023, Comisia Europeană a elaborat un set de instrumente recomandate țărilor din Europa în demersul fundamentării politicilor interne, ca răspuns la transformările demografice majore pe care le traversează. Instrumentele sunt structurate în jurul a patru piloni principali: echilibrul viață personală-muncă (cu accent pe asigurarea accesului la servicii de îngrijire a copiilor în vederea reducerii inegalităților de gen), valorificarea potențialului tinerilor (în principal prin reducerea disparităților teritoriale), promovarea bunăstării generațiilor mai în vârstă (încurajarea îmbătrânirii active – prin programe de lucru flexibile – și în condiții bune de sănătate), respectiv gestionarea migrației (atragera lucrătorilor non-UE și crearea unor condiții facile de viață pentru aceștia).

În loc de concluzii...

Cu toate că există unele semnale de ameliorare, deficitul de forță de muncă rămâne o problemă presantă, pregnant structurală, care poate fi rezolvată doar pe termen mediu și lung prin politici active în plan social, de la îmbunătățirea calității sistemului de învățământ și a capacității acestuia de a livra candidați cu o pregătire corespunzătoare cerințelor angajatorilor la îmbunătățirea calității vieții, astfel încât decizia de a avea copii și de a rămâne în țară să devină naturală.

Provocările actuale ale pieței muncii, conturate în contextul celei de a patra revoluții industriale – aflată în plină desfășurare –, gravitează în jurul integrării noilor tehnologii bazate pe inteligența artificială, manipulării bazelor mari de date, robotizării și automatizării procesului de producție. Resursa umană este din ce în ce mai căutată pentru înzestrări necesare unor activități care solicită mai mult decât competențele elementare. În acest context, devine esențială rezolvarea problemelor structurale analizate, în special în ceea ce privește calitatea actului educațional și migrarea forței de muncă înalt calificate, pentru a forma și conserva o bază de candidați rezilientă (capabilă să facă față provocărilor actuale), cu implicații asupra majorității indicatorilor macroeconomici, de la potențial de creștere și competitivitate la stabilitatea prețurilor.

Referințe

European Labour Authority – „EURES Report on labour shortages and surpluses 2024”, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2025

Groiss, M. și Sondermann, D. – „Help wanted: The drivers and implications of labour shortages”, *ECB Working Paper Series*, nr. 2852, 2023

Ministerul Educației și Cercetării – „Raport privind starea învățământului preuniversitar din România 2023-2024”, noiembrie 2024

Ministerul Educației și Cercetării – „Raport de diagnostic al educației și cercetării din România. Realizări prezente și implicații pentru noi reforme în domeniu (Raportul QX)”, mai 2025

OCDE – „Education and Skills in Romania”, *Reviews of National Policies for Education*, mai 2025

³⁷ Demography of Europe – 2025 edition, European Commission

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

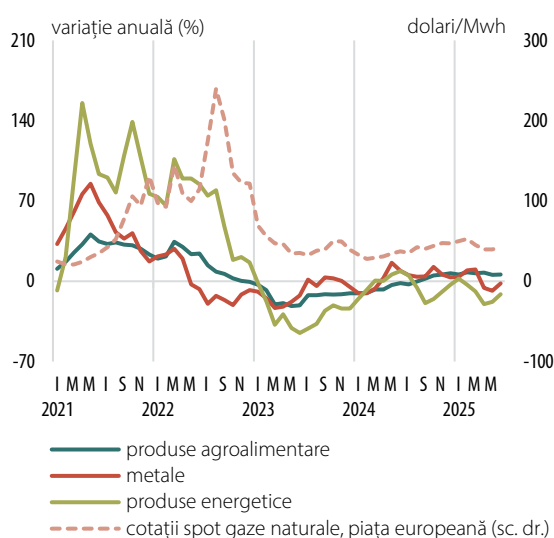
În trimestrul I 2025, atât prețurile de import, cât și cele de producție aferente bunurilor industriale de proveniență internă au consemnat intensificări ale dinamicilor anuale până la valori pozitive, sub impactul temperaturilor mai scăzute care au antrenat creșteri importante pe segmentul energiei electrice și gazelor naturale. În aprilie-mai însă, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă își temperează ritmul, date fiind evoluțiile în general benigne pe piețele materiilor prime. Deși în atenuare, evoluția costurilor unitare cu forța de muncă pune în continuare presiune pe companii, acestea urmând a resimți în luna iulie și impactul creșterii facturilor la energie electrică odată cu expirarea schemei de plafonare a prețurilor.

2.1. Prețurile de import

În trimestrul I 2025, pe fondul unei ușoare reveniri a sectorului manufacturier, indicele agregat al materiilor prime calculat de Banca Mondială a consemnat un avans anual de 0,9 la sută. Ulterior însă, odată cu încetinirea creșterii globale și incertitudinile

din sfera comerțului internațional, în trimestrul II se înregistrează din nou contracții (-11,1 la sută), cu scăderi mai ample în cazul materiilor prime energetice (Grafic 2.8).

Grafic 2.8. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, Bloomberg, calcule BNR

Astfel, cu excepția puseurilor de creștere din ianuarie, cotația Brent a urmat o traiectorie pronunțată descendentă până în luna mai, coborând sub 65 dolari SUA/baril, cel mai redus nivel din ultimii patru ani. Această corecție a fost determinată de sporirea producției OPEC+ și de perspectivele mai slabe privind cererea globală. Evoluția s-a întrerupt în luna iunie, odată cu intensificarea conflictului din Orientul Mijlociu, cotația Brent revenind la niveluri apropiate de 80 dolari SUA/baril, spre finele lunii însă, posibilul armistițiu dintre Israel și Iran a condus la o temperare a acestora până sub pragul de 70 dolari SUA/baril. În cazul gazelor naturale tranzacționate pe piața europeană, ascensiunea din primele două luni ale anului a fost urmată de o

ajustare, odată cu depășirea episodului cu temperaturi foarte scăzute. Unele presiuni au generat spre finele lunii mai oprirea neplanificată a activității la mai multe unități de extracție și prelucrare a gazelor naturale din Norvegia (important producător și furnizor pe piața europeană) și escaladarea conflictului din Orientul Mijlociu, care a generat în iunie îngrijorări privind întreruperea traficului cu gaze naturale lichefiate prin strâmtoarea Ormuz.

Variațiile anuale pozitive consemnate de prețurile metalelor în primul trimestru al anului 2025, determinate de îmbunătățirea activității economice globale, pe fondul devansării unor livrări către SUA înainte de implementarea tarifelor comerciale anunțate de administrația Trump. Dinamicile anuale au devenit negative în trimestrul II 2025, odată cu deteriorarea perspectivei cererii și escaladarea tensiunilor comerciale. Scăderi consistente a înregistrat cotația minereului de fier, în condițiile în care marii producători (Australia, Brazilia) își mențin nivelul producției iar cererea de oțel a Chinei se diminuează mai ales ca urmare a trenării activității în construcții.

În cazul materiilor prime alimentare, variația anuală a indicelui FAO s-a menținut în teritoriul ușor pozitiv în prima jumătate a anului 2025. Creșteri se observă în continuare la carne și lapte, care au resimțit anumite presiuni pe latura ofertei, inclusiv în asociere cu focare de infectare a efectivelor de animale sau cu constrângeri determinate de schimbările climatice. În schimb, dinamici negative consemnează prețurile cerealelor, perspectivele referitoare la recoltă fiind favorabile.

În trimestrul I 2025, prețurile de import au influențat nefavorabil dinamica prețurilor interne, în condițiile în care indicele valorii unitare a importurilor s-a majorat cu 2,5 puncte procentuale față de intervalul precedent, până la 102,3 la sută. În ceea ce privește aportul mișcărilor cursului de schimb, acesta a fost neglijabil în cazul euro, dar a devenit nefavorabil în cel al dolarului SUA, moneda de decontare a majorității materiilor prime importate, creșteri de peste 10 la sută consemnându-se în cazul minereurilor și al combustibililor.

În ceea ce privește bunurile relevante pentru coșul de consum, pe segmentul alimentar s-au observat, în general, valori supraunitare ale IVU, excepție făcând produsele din carne și zahăr (în accelerare totuși față de trimestrul anterior).

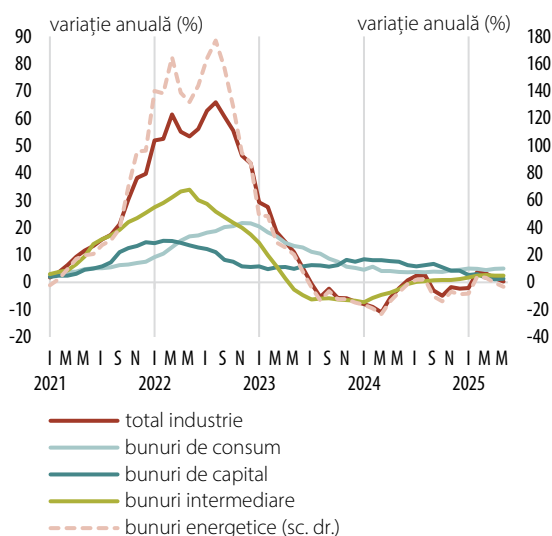
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În intervalul aprilie-mai 2025, dinamica anuală a prețurilor de producție pentru piața internă s-a plasat la 0,9 la sută, nivel cu 0,7 puncte procentuale sub cel din trimestrul I, date fiind evoluțiile în general benigne pe piețele materiilor prime (Grafic 2.9).

În structură, prețurile bunurilor de capital și energetice au consemnat decelerări de ritm, iar celelalte categorii intensificări marginale. Totuși, sondajul de conjunctură DG ECFIN pentru intervalul iunie-august indică o majorare a soldului conjunctural referitor la evoluția viitoare a prețurilor de producție, până la nivelul de 30,6 la sută (față de 25,2 la sută în primele cinci luni ale anului), în acest sens acționând creșterea în luna iulie a costurilor cu energia electrică, în contextul expirării schemei curente de plafonare a tarifelor.

Variația anuală a prețurilor bunurilor de capital și-a continuat corecția, odată cu disiparea graduală a presiunilor asociate costurilor de modificare a liniilor de producție în industria auto, respectiv atenuarea celor cu forța de muncă, în special în subsectorul componentelor auto, unde sunt realizate în continuare disponibilizări. Totuși, în perspectivă, este posibil ca traiectoria prețurilor din acest sector să înregistreze o inflexiune, dată fiind restricționarea exportului de minerale critice

Grafic 2.9. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

de către China, care va afecta producătorii din domeniu prin scumpirea inputurilor și prin întârzieri sau opriri ale producției.

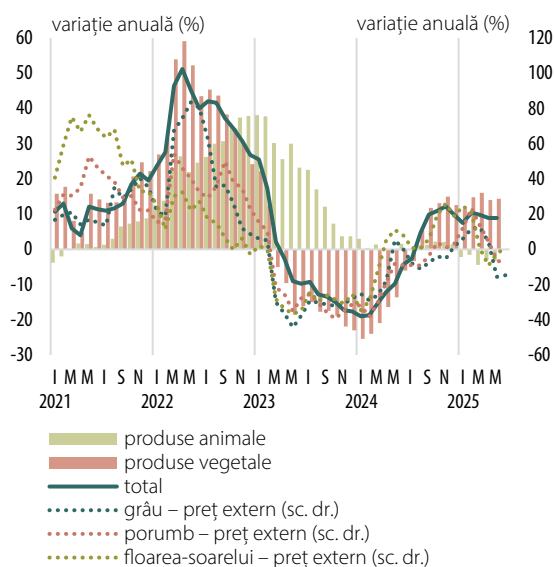
Prețurile bunurilor energetice au înregistrat o variație anuală negativă (-1,8 la sută, cu 1,5 puncte procentuale sub dinamica aferentă trimestrului I), într-un context detensionat pe piețele de profil. Astfel, similar evoluției observate pe plan european, cotațiile gazelor naturale pe piața internă au urmat o traiectorie descrescătoare, odată cu depășirea episodului de temperaturi joase. Un trend asemănător au avut și cotațiile interne *en gros* ale energiei electrice (luna aprilie a consemnat prețuri negative în anumite intervale orare), reflectând, alături de ieftinirea gazelor naturale, și majorarea producției din surse regenerabile, în special fotovoltaice. De altfel, segmentul energiei regenerabile are un potențial ridicat de a-și crește

ponderea în următorii ani, în măsura în care se vor concretiza investițiile masive anunțate, inclusiv în unități de stocare. Un impuls în acest sens este oferit și de schema de contracte pentru diferență, care prevede ca producătorului să îi fie garantat un preț de vânzare. Cea de a doua licitație referitoare la contracte pentru diferență a fost organizată în luna mai, pentru 2 000 MW de energie eoliană și aproape 1 500 MW de energie solară (prima a avut loc la finalul anului trecut, când s-au semnat contracte de peste 1 000 MW pentru energie eoliană și aproape 500 MW pentru energie solară). Similar cu celelalte grupe de energie, prețurile de producție în ramura de prelucrare a țițeiului au consemnat o accentuare a dinamicii anuale negative, corelată cu traiectoria descendentă a cotațiilor petrolului pe piețele internaționale, la care s-a adăugat deprecierea dolarului SUA.

În cazul bunurilor intermediare, dinamica anuală a consemnat o creștere modestă (+0,2 puncte procentuale, până la 2,5 la sută), cu aportul industriei materialelor de construcții și al celei de prelucrare a lemnului, posibil corelat cu îmbunătățirea situației din domeniul construcțiilor. În schimb, variațiile anuale au rămas negative în industria metalurgică, unde operatorii de profil reclamă concurența din partea importurilor ieftine din Turcia, Egipt și unele state din nordul Africii (care nu se află sub incidența standardelor stricte de mediu din UE și, prin urmare, au costuri mai mici).

Dinamica anuală a prețurilor bunurilor de consum s-a majorat ușor, la 5,0 la sută. În industria alimentară, prețurile de producție au crescut cu 4,8 la sută în termeni anuali (+1,4 puncte procentuale față de T1), consolidându-și traiectoria ascendentă pe care s-au situat de la jumătatea anului anterior. Evoluția poate fi explicată de costurile mai ridicate cu unele materii prime (carne, lapte), focarele epidemiologice de pe plan local, dar și din unele țări europene, reducând oferta. La acest factor se adaugă creșterea salariului brut, determinată de majorarea salariului minim, dar și de decizia unora dintre companii de a acoperi parțial pierderea de venit suferită de angajați ca urmare a eliminării facilităților fiscale. Pentru perioada următoare perspectivele

Grafic 2.10. Prețurile producției agricole



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

sunt mixte, semnalele de detensionare conturate pe segmentul materiilor prime agricole, pe măsura apariției estimărilor favorabile privind noile recolte, fiind posibil să fie compensate de presiuni la nivelul celorlalte costuri de producție (în special cele energetice).

Variația anuală a prețurilor producției agricole s-a menținut pozitivă în perioada aprilie-mai 2025 (8,9 la sută), exclusiv pe seama segmentului produselor vegetale (14,2 la sută, rată anuală), dar există semnale de detensionare (în special la grâu, orz și rapiță) în condițiile în care estimările recente indică o recoltă favorabilă pe plan intern, iar perspectivele la nivel mondial sunt de asemenea pozitive. Totuși, în ceea ce privește porumbul și floarea-soarelui, deficitele recente de precipitații și temperaturile ridicate vor afecta recolta internă.

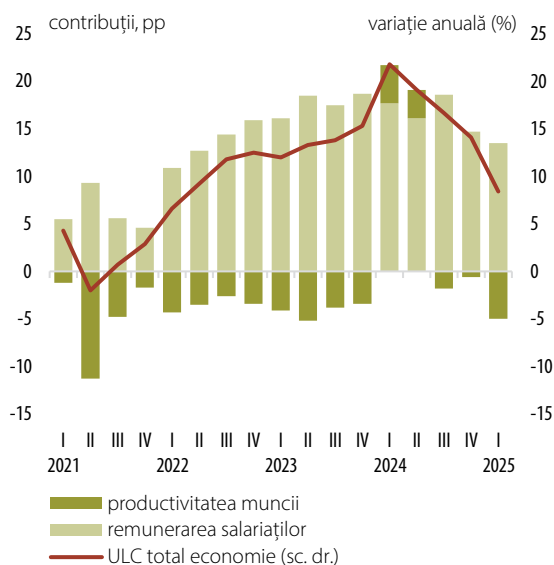
În cazul produselor de origine animală, prețurile au

consemnat în continuare o ușoară contracție în termeni anuali, dar presiuni în sensul creșterii prețurilor se observă la unele sortimente de carne³⁸ și lapte (Grafic 2.10).

Costurile unitare cu forța de muncă

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a redus până la 8,4 la sută în trimestrul I, după doi ani în care a afișat ritmuri de creștere de două cifre (Grafic 2.11). Ambele componente ale raportului au

Grafic 2.11. Costurile unitare cu forța de muncă



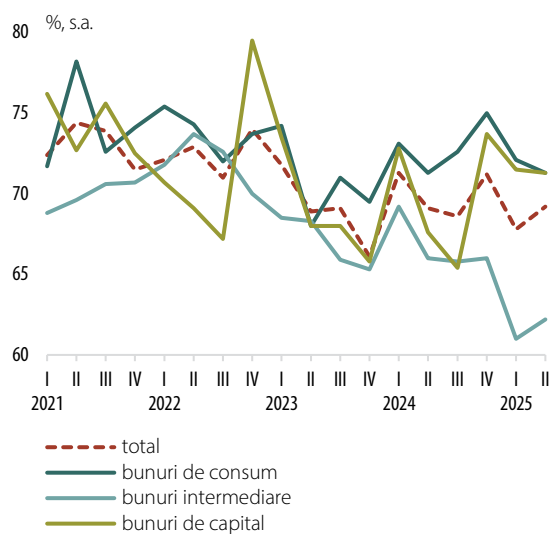
Sursa: INS, calcule BNR

contribuit la evoluție, însă productivitatea muncii a acționat mai mult în această direcție, trimestrul I marcând o accelerare a dinamicii până la 5 la sută (+4,4 puncte procentuale față de trimestrul precedent) – în principal pe seama reducerii populației ocupate; remunerarea pe salariat a consemnat o diminuare a variației anuale până la 13,8 la sută, de la 14,7 la sută în finalul anului 2024.

În schimb, rata anuală de creștere a costului salarial unitar din industrie a urcat până la 16 la sută în trimestrul I 2025, de la 10,5 la sută în trimestrul IV 2024. Accelerarea a fost imprimată de creșterea salariului minim la începutul anului, fiind remarcate majorări salariale în sectorul alimentar – vizat și de eliminarea facilităților fiscale și de majorarea salariilor brute în compensare – în industria ușoară, fabricarea mobilei, dar și prelucrarea lemnului, ramuri mai sensibile la modificarea salariului minim;

³⁸ Comparativ cu 2017, anul când s-a confirmat primul caz de pestă porcină, sectorul porcinelor se confruntă cu o scădere constantă a efectivelor de animale, numărul acestora la 1 decembrie 2024 fiind mai redus cu peste 25 la sută.

Grafic 2.12. Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie



Sursa: CE-DG ECFIN

o influență în sens ascendent a exercitat și intrarea variației anuale a productivității muncii în zona de contracție.

Deși intervalul aprilie-mai a adus o temperare a dinamicii anuale a ULC până la 12 la sută, această evoluție s-a datorat exclusiv manifestării unui efect de bază favorabil în luna mai, când rata anuală de creștere a productivității muncii a consemnat un salt până la 9,2 la sută. O redresare de durată este însă puțin probabilă, dat fiind că perspectiva activității industriale nu este favorabilă în viitorul apropiat: indicatorii de încredere (PMI și DG ECFIN) ai operatorilor din industria prelucrătoare, atât din zona euro, cât și din România, s-au menținut în zona de contracție și în trimestrul II, iar gradul de utilizare a capacităților de producție din sectorul local rămâne în intervalul 65-70 la sută în prima parte din 2025, nivel scăzut din perspectivă istorică,

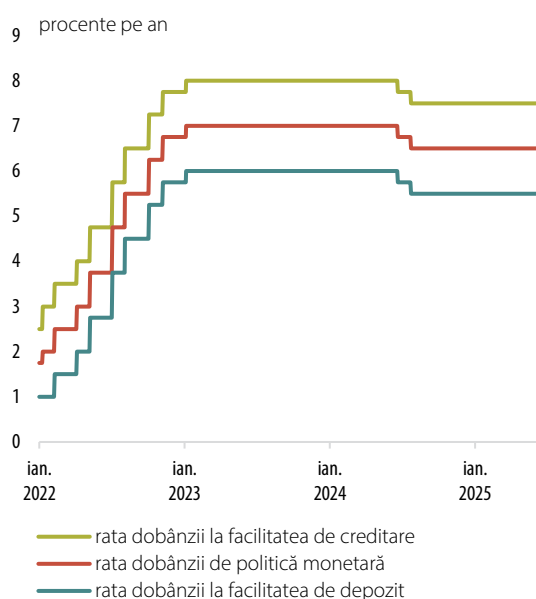
în jurul căruia a oscilat aproape neîntrerupt în ultimii doi ani (Grafic 2.12).

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În lunile mai și iulie 2025, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută și ratele dobânzilor aferente facilității de creditare și celei de depozit la 7,50 la sută, respectiv la 5,50 la sută (Grafic 3.1). Concomitent, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare (de 8 la sută, respectiv 5 la sută). Prin aceste decizii s-a urmărit asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile Consiliului de administrație al BNR din luna mai au fost adoptate în condițiile în care evoluția și perspectiva inflației au continuat să se deterioreze în raport cu precedenta prognoză, preponderent pe segmentul de mijloc al orizontului proiecției, iar incertitudinile și riscurile asociate noilor previziuni au rămas ridicate.

Astfel, rata anuală a inflației a avut o evoluție oscilantă în primele trei luni din 2025, reducându-se pe ansamblul trimestrului I mai puțin decât s-a anticipat, la 4,86 la sută în martie, de la 5,14 la sută în decembrie 2024, dată fiind accelerarea pronunțată a creșterii prețurilor energiei, prețurilor administrate și a prețurilor alimentelor procesate, care a contrabalansat în bună măsură scăderile de dinamică consemnate pe segmentele combustibili, produse din tutun și la nivelul subcomponentelor non-alimentare ale inflației de bază. La rândul

ei, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a reluat descreșterea într-un ritm inferior previziunilor, coborând în martie la 5,2 la sută³⁹, de la 5,6 la sută în decembrie 2024, în contextul unei evoluții eterogene a dinamicilor celor trei subcomponente: continuare a creșterii pe segmentul alimentelor procesate și încetinire a scăderii

³⁹ În sensul decelerării inflației de bază au acționat în trimestrul I 2025 efectele de bază dezinflaționiste de la nivelul subcomponentelor non-alimentare și dinamica mai evident descrescătoare a prețurilor importurilor, în timp ce influențe notabile de sens opus au continuat să vină în acest interval din majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare, precum și din transferarea treptată asupra unor prețuri de consum a costurilor salariale crescute, inclusiv pe fondul cotelor ridicate ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt.

pe cel al serviciilor, dar o accentuare a trendului descendent în cazul mărfurilor nealimentare⁴⁰.

În același timp, prognoza pe termen mediu actualizată⁴¹ a relevat o nouă înrăutățire a perspectivei inflației în raport cu previziunile precedente, mai cu seamă pe segmentul de mijloc al orizontului de prognoză. Astfel, rata anuală a inflației era așteptat să-și prelungească evoluția fluctuantă până în trimestrul III 2025 și să scadă apoi timp de patru trimestre, pe o traiectorie semnificativ mai ridicată decât cea anticipată în februarie, coborând abia în trimestrul III 2026 și doar marginal sub limita de sus a intervalului țintei și rămânând apoi relativ constantă până la finele orizontului proiecției. În aceste condiții, rata anuală a inflației urma să se reducă la 4,6 la sută în ultima lună a anului curent și la 3,4 la sută în decembrie 2026 comparativ cu valorile de 3,8 la sută, respectiv 3,1 la sută previzionate în februarie pentru aceleași momente de referință, iar în luna martie 2027 să ajungă la 3,3 la sută.

Valorile semnificativ mai înalte anticipate a fi atinse de rata anuală a inflației în următoarele patru trimestre comparativ cu proiecția precedentă, dar și trendul general descendent pe care aceasta era așteptată să se plaseze din ultimul trimestru al anului curent, erau atribuibile în bună măsură factorilor pe partea ofertei, a căror acțiune se prefigura să devină și să rămână inflaționistă în perspectivă apropiată⁴², iar spre finele anului curent să redobândească un ușor caracter dezinflaționist⁴³. În plus, evoluția viitoare a prețurilor energiei și alimentelor rămânea o sursă de riscuri inflaționiste, în contextul măsurilor de plafonare care urmau să expire și al potențialelor evoluții ale cotațiilor materiilor prime, iar riscuri notabile decurgeau din măsurile de politică comercială adoptate de state dezvoltate, care puteau afecta prețurile internaționale ale unor bunuri intermediare și finale.

În același timp, presiunile factorilor fundamentali erau așteptate să rămână inflaționiste pe termen scurt, în atenuare treptată, și să își evidențieze caracterul dezinflaționist abia din a doua parte a orizontului prognozei, în condițiile manifestării cu un decalaj de timp a efectelor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată anticipat să se deschidă și să crească moderat în anul curent⁴⁴, precum și pe fondul persistenței presiunilor costurilor salariale, a căror dinamică era așteptată să se mențină în acest an în sectorul privat la un nivel de două cifre, superior celui în scădere treptată previzionat anterior. Totodată, deficitul de cont curent se anticipa să cunoască o corecție descendentă modestă pe orizontul de doi ani al proiecției, rămânând mult deasupra standardelor europene ca pondere în PIB.

⁴⁰ Dinamica anuală a prețurilor a rămas ridicată în cazul subcomponentelor non-alimentare ale inflației de bază.

⁴¹ Incorporând datele disponibile până la data de 30 aprilie 2025

⁴² În principal sub impactul unor efecte de bază nefavorabile, al expirării schemei de plafonare a prețului la energia electrică și al creșterii cotațiilor unor mărfuri agroalimentare.

⁴³ Pe fondul efectelor de bază manifestate la nivelul subcomponentelor inflației de bază și pe segmentele combustibili și prețuri administrate, precum și ca urmare a descreșterii cotațiilor altor materii prime, inclusiv în contextul tensiunilor comerciale globale

⁴⁴ Potrivit noilor date și evaluări, creșterea economică era așteptată să se redreseze în 2025-2026, dar mai modest decât s-a anticipat anterior, accelerând gradual, în condițiile temperaturii ușoare a inflației și ale utilizării fondurilor europene aferente instrumentului „Next Generation EU”, dar și pe fondul unei reveniri relativ mai lente a cererii externe, inclusiv în contextul tensiunilor comerciale globale. Evoluțiile făceau probabile deschiderea și creșterea moderată a deficitului de cerere agregată în anul curent, dar și restrângerea mai lentă a acestuia în 2026, inclusiv în raport cu previziunile precedente, implicând menținerea *gapului* negativ al PIB la o valoare semnificativă la finele orizontului proiecției.

Incertitudini și riscuri crescute decurgeau însă din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, date fiind, pe de o parte, execuția bugetară din primele trei luni ale anului, și, pe de altă parte, cerința consolidării bugetare în conformitate cu Planul bugetar-structural pe termen mediu convenit cu CE, precum și cu procedura de deficit excesiv. Incertitudinile și riscurile erau amplificate de contextul electoral prelungit și de tensionarea pe acest fond a mediului politic intern, care au antrenat în prima decadă a lunii mai ieșiri substanțiale de capital, sub diverse forme, cu impact major asupra condițiilor de pe piața financiară locală.

Incertitudini și riscuri mari la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, proveneau, de asemenea, din mediul extern, în condițiile prelungirii războiului din Ucraina și a situației din Orientul Mijlociu, dar mai cu seamă în contextul tensiunilor generate la nivel global de politica comercială a SUA, de natură să afecteze economia globală și comerțul internațional. O sursă importantă de riscuri și incertitudini rămăneau și absorbția și utilizarea fondurilor europene, îndeosebi a celor aferente programului „Next Generation EU”, esențiale pentru contrabalansarea parțială a efectelor contracționiste ale consolidării bugetare și ale conflictelor geopolitice/comerciale, precum și pentru realizarea reformelor structurale necesare, inclusiv a tranziției energetice.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației s-a mărit pe ansamblul primelor două luni din trimestrul II 2025, relativ în linie cu previziunile, ajungând la 5,45 la sută în mai, pe fondul continuării accelerării creșterii prețurilor alimentelor și energiei, care a devansat consistent ca impact noile scăderi de dinamică consemnate pe segmentele combustibili, produse din tutun și la nivelul subcomponentei mărfurilor nealimentare a inflației de bază. Totodată, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a întrerupt din nou trendul descendent, urcând la 5,4 la sută în luna mai⁴⁵, în condițiile în care accelerarea pe mai departe a creșterii prețurilor alimentelor procesate a fost însoțită de mărirea dinamicii prețurilor serviciilor⁴⁶ și de încetinirea dezinflației pe segmentul mărfurilor nealimentare.

Activitatea economică a stagnat în trimestrul I 2025, după ce a crescut cu 0,5 la sută în precedentele trei luni, evoluție care făcea probabilă o deschidere mai evidentă a deficitului de cerere agregată în acest interval comparativ cu cea anticipată în mai. În același timp, avansul în termeni anuali al PIB și-a prelungit scăderea, ajungând la 0,3 la sută, de la 0,5 la sută în trimestrul IV 2024, însă cererea internă a continuat să-și mărească ritmul, în principal pe seama dinamicii formării brute de capital fix, care a consemnat un salt, revenind consistent în teritoriul pozitiv, în timp ce consumul gospodăriilor populației și-a încetinit considerabil creșterea, dar a rămas principalul determinant al avansului PIB. În schimb, evoluția exportului net și-a accentuat semnificativ impactul contracționist și în trimestrul I, ca urmare a amplificării pe mai departe a decalajului negativ dintre dinamica anuală a volumului exporturilor de bunuri și servicii și cea a volumului importurilor, în condițiile majorării mai pronunțate

⁴⁵ Micile influențe dezinflaționiste care au continuat să vină în acest interval din efecte de bază și din scăderea dinamicii prețurilor importurilor au fost mai mult decât contrabalansate de cele decurgând din majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare și din transferarea treptată asupra unor prețuri de consum a costurilor salariale ridicate, precum și din creșterea așteptărilor inflaționiste pe termen scurt și a cursului de schimb leu/euro.

⁴⁶ După șase trimestre de descreștere

a celei din urmă în raport cu trimestrul anterior. Pe acest fond, deficitul comercial și-a reaccelerat puternic creșterea față de perioada similară a anului trecut, iar cel de cont curent și-a menținut ritmul înalt de creștere în termeni anuali.

Pe piața muncii, cele mai recente date și sondaje de specialitate relevau o atenuare a tensiunilor în primele trei luni ale anului – dată fiind și scăderea ratei locurilor de muncă vacante în acest interval –, însă transmiteau semnale mixte cu privire la evoluțiile probabile din trimestrul II și în perspectivă apropiată. Astfel, acestea evidențiau atât descreșteri ale efectivului salariaților din economie în lunile martie și aprilie 2025, cât și o scădere a ratei șomajului BIM pe ansamblul intervalului aprilie-mai⁴⁷, precum și intenții de angajare pe orizontul foarte scurt de timp, nemodificate ca medie comparativ cu precedentele trei luni, acompaniate însă de o descreștere semnificativă a deficitului de forță de muncă raportat de companii. Dinamica anuală a salariului brut și-a încetinit însă scăderea pe ansamblul primelor patru luni ale anului, menținându-se pe palierul de două cifre⁴⁸, iar cea a costului unitar cu forța de muncă din industrie a înregistrat salturi succesive în trimestrul I și în luna aprilie, urcând până la 21,8 la sută, după ce s-a redus considerabil în ultimul trimestru din anul precedent.

Condițiile de pe piața financiară au tins să se normalizeze în a doua jumătate a trimestrului II, pe fondul detensionării mediului politic intern după încheierea calendarului electoral și al progresului discuțiilor vizând formarea noii coaliții de guvernare și configurarea pachetului de măsuri fiscale corective, de natură să atenueze îngrijorările investitorilor financiari legate de perspectiva consolidării bugetare. Astfel, principalele cotații ale pieței monetare interbancare au consemnat mici scăderi, rămânând totuși semnificativ peste nivelurile din aprilie, în timp ce randamentele pe termen lung ale titlurilor de stat și-au corectat relativ rapid și integral creșterile abrupte înregistrate în prima decadă din mai. În același timp, cursul de schimb leu/euro s-a înscris pe o traiectorie descendentă și și-a accentuat apoi ușor descreșterea, dar a revenit în a doua parte a lunii iunie la valori apropiate celor atinse spre finalul lunii precedente. În raport cu dolarul SUA, leul s-a întărit semnificativ, recuperând în totalitate pierderea de valoare din prima parte a lunii mai, dată fiind reluarea trendului general de slăbire a monedei americane pe piețele financiare internaționale.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a prelungit trendul ascendent pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului II⁴⁹, în condițiile în care componenta în lei și-a accelerat ușor creșterea, exclusiv pe seama împrumuturilor societăților nefinanciare, iar scăderea notabilă de ritm consemnată de creditul în valută a fost mai mult decât contrabalansată de efectul statistic al evoluției cursului de schimb al leului. Ponderea componentei în lei în creditul acordat sectorului privat s-a redus astfel la 69,8 la sută în mai, de la 70,0 la sută la finele trimestrului I 2025.

⁴⁷ După majorarea acesteia la 6,0 la sută în trimestrul I 2025

⁴⁸ Inclusiv pe fondul majorării salariului minim brut pe economie și al compensării parțiale de către angajatori a impactului eliminării unor facilități fiscale.

⁴⁹ Mărindu-se la 9,7 la sută în mai, de la 9,2 la sută în martie

Evaluările actualizate în acest context au relevat o înrăutățire accentuată a perspectivei apropiate a inflației, ca urmare a expirării la 1 iulie 2025 a schemei de plafonare a prețului la energia electrică și în condițiile majorării începând cu 1 august a cotelor TVA și a accizelor corespunzător pachetului de măsuri fiscal-bugetare recent aprobat, sub impactul cărora rata anuală a inflației era așteptată să crească considerabil în următoarele luni, urcând astfel mult deasupra valorilor indicate de prognoza din mai 2025 pe orizontul scurt de timp.

Impactul inflaționist anticipat a fi generat în trimestrul III de cele două șocuri succesive pe partea ofertei avea însă un caracter tranzitoriu, făcând probabilă o amplă corecție descendentă a traiectoriei dinamicii anuale a inflației peste patru trimestre, odată cu epuizarea lui. În același timp, implementarea, în ansamblul său, a pachetului de consolidare fiscală recent adoptat era de natură să intensifice presiunile dezinflaționiste ale factorilor fundamentali pe orizontul mai îndepărtat de timp, în principal prin efectele exercitate, pe multiple căi, asupra cererii agregate, iar efecte suplimentare erau așteptate să decurgă din scăderea temporară a puterii de cumpărare a populației sub influența puseului inflaționist provocat de cele două șocuri majore pe partea ofertei, afectând prioritar cererea de consum.

Pe orizontul apropiat de timp, presiunile din partea factorilor fundamentali erau așteptate să rămână inflaționiste, dar în atenuare mai pronunțată decât s-a anticipat în luna mai, având în vedere perspectiva adâncirii accentuate a deficitului de cerere agregată în trimestrele II și III⁵⁰, inclusiv în raport cu previziunile precedente, dar și decalajele temporare necesare manifestării efectelor dezinflaționiste astfel generate, precum și probabila menținere la un nivel ridicat a dinamicii anuale a costurilor salariale unitare din sectorul privat, relativ în linie cu previziunile precedente.

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

Totodată, incertitudini și riscuri mari la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau să decurgă din mediul extern, pe fondul războiului din Ucraina și al situației din Orientul Mijlociu, dar mai cu seamă al tensiunilor comerciale globale. Incertitudini majore erau pe mai departe asociate absorbției fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”.

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

⁵⁰ Noile evaluări indicând o creștere foarte ușoară a economiei pe ansamblul trimestrelor II și III 2025, și mult mai modestă decât s-a previzionat anterior, în condițiile implementării din luna august a pachetului de măsuri fiscal-bugetare adoptat recent în scopul consolidării bugetare.

În aceste condiții, în ședința din 8 iulie 2025, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută și a ratelor dobânzilor aferente facilității de creditare și celei de depozit la 7,50 la sută și, respectiv, 5,50 la sută. În același timp, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare⁵¹ și cotațiile pe termen mai lung s-au mărit consistent pe ansamblul trimestrului II. Cursul de schimb leu/euro a urcat pe un palier ceva mai înalt în aprilie, iar în prima decadă a lunii mai a consemnat o creștere semnificativă, care s-a corectat însă întrucâtva în a doua jumătate a trimestrului II, în condițiile unei evoluții fluctuante. Dinamica anuală a lichidității din economie a continuat să descrească pe ansamblul perioadei aprilie-mai, dar cea a creditului acordat sectorului privat și-a prelungit trendul lent ascendent.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare a continuat să fluctueze ușor deasupra ratei dobânzii la facilitatea de depozit a BNR în luna aprilie, pentru ca în zilele imediat următoare primului tur al alegerilor prezidențiale să urce în jumătatea superioară a coridorului ratelor dobânzilor, unde s-a menținut până în prima decadă a lunii iunie, când s-a înscris pe o traiectorie descendentă. Media trimestrială a acestuia s-a majorat astfel cu 0,77 puncte procentuale, la 6,32 la sută⁵².

Comportamentul acestuia a reflectat schimbările produse în trimestrul II la nivelul condițiilor lichidității de pe piața monetară⁵³, în contextul evenimentelor electorale derulate în prima parte a lunii mai⁵⁴ – care au generat mari incertitudini și au antrenat ieșiri substanțiale de capital –, dar și pe fondul detensionării ulterioare a mediului politic intern și al progresului discuțiilor vizând formarea noii coaliții de guvernare și configurarea pachetului de măsuri fiscale corective, de natură să atenueze îngrijorările investitorilor financiari legate de perspectiva consolidării bugetare.

În această conjunctură, cotațiile ROBOR 3M-12M și-au prelungit evoluția liniară în aprilie, însă au crescut considerabil în săptămâna care a succedat primul tur al alegerilor prezidențiale din luna mai, inclusiv în contextul modificării așteptărilor

⁵¹ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară, ponderată cu volumul tranzacțiilor

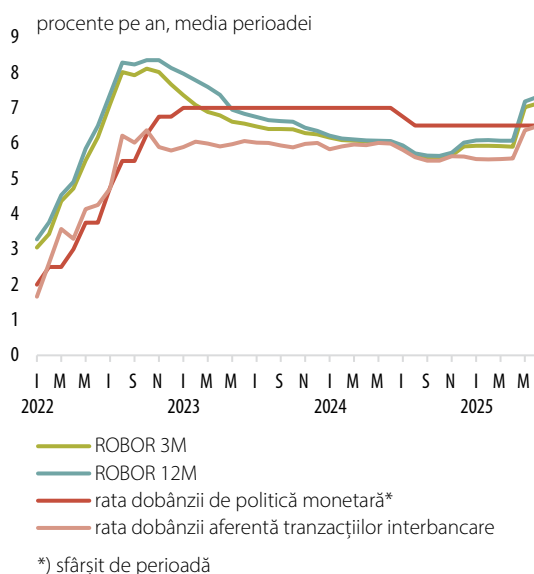
⁵² Medie ponderată cu volumul tranzacțiilor

⁵³ Poziția netă a lichidității băncilor a rămas considerabil pozitivă în debutul intervalului, dar s-a redus rapid ulterior și a devenit apoi negativă, pentru ca spre finele trimestrului să tindă să revină la valori pozitive. În acest context, banca centrală a continuat să dreneze excedentul de lichiditate prin intermediul facilității de depozit în aprilie, pentru ca spre finele lunii mai să inițieze și să continue apoi furnizarea de lichiditate instituțiilor de credit prin operațiuni repo 1W desfășurate prin licitație la rată fixă a dobânzii (rata dobânzii de politică monetară) și volum preanunțat. Valoarea injectiilor de rezerve efectuate de banca centrală s-a redus gradual pe parcursul ultimei luni a trimestrului.

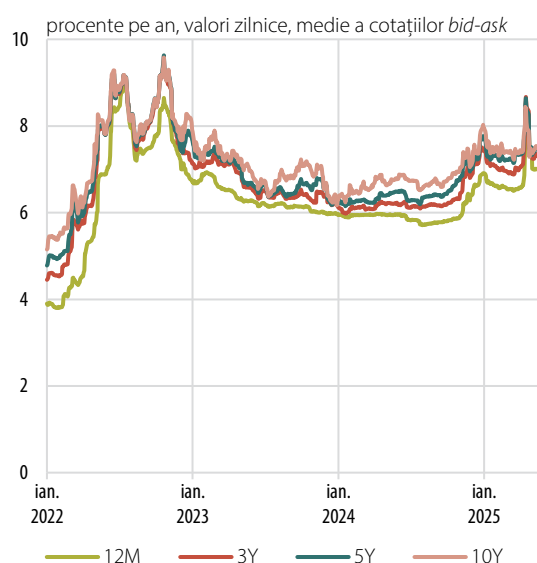
⁵⁴ Primul tur al alegerilor prezidențiale a avut loc în data de 4 mai 2025, iar cel de al doilea tur s-a desfășurat în data de 18 mai.

băncilor privind perspectiva condițiilor lichidității de pe piața monetară, pentru ca în a doua parte a trimestrului II să consemneze scăderi, dar de mici dimensiuni, rămânând semnificativ peste nivelurile din debutul trimestrului (Grafic 3.2). Mediile trimestriale ale cotațiilor și-au accelerat creșterea în acest interval, urcând cu 0,76-0,78 puncte procentuale față de trimestrul anterior, până la 6,68 la sută în cazul scadenței de 3 luni, respectiv la 6,77 la sută și 6,86 la sută pe termenele de 6 și 12 luni.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



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



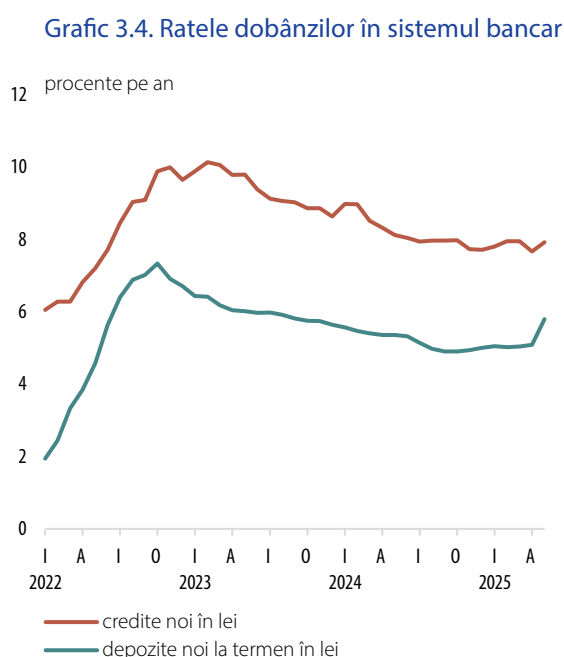
În același timp, cotațiile de referință⁵⁵ pe termen mediu și lung ale pieței secundare a titlurilor de stat au înregistrat creșteri abrupte în zilele imediat următoare primului tur de scrutin din luna mai⁵⁶, pe care și le-au corectat însă integral odată cu finalizarea procesului electoral (Grafic 3.3). O ascensiune mai amplă au cunoscut randamentele pe maturități mai scurte, iar ajustarea descendentă a acestora a rămas incompletă la finele trimestrului, în condițiile corelației mai strânse cu evoluțiile de pe segmentul monetar. Ca medii lunare, cotațiile aferente certificatelor de trezorerie pe 6 și 12 luni s-au majorat în iunie față de cele din ultima lună a trimestrului I cu 0,68 puncte procentuale, respectiv cu 0,41 puncte procentuale (la 6,92 la sută, respectiv 6,98 la sută), cele pentru titlurile pe 3 ani și 5 ani au urcat cu 0,32 puncte procentuale, respectiv cu 0,19 puncte procentuale (la 7,28 la sută, respectiv la 7,43 la sută), în timp ce în cazul titlurilor cu maturitate de 10 ani acestea au crescut doar marginal (până la

⁵⁵ Medii ale cotațiilor bid-ask

⁵⁶ Acestea și-au mărit astfel ecartul față de randamentele din economiile avansate și din regiune. Randamentul titlurilor de stat pe termen lung (10 ani) din SUA a tins să crească pe ansamblul lunii mai, pe fondul calmării tensiunilor comerciale, de natură să reducă riscurile adverse la adresa activității economice, dar și în contextul preocupărilor privind perspectiva deficitului bugetar și a datoriei publice a SUA. În iunie, acesta și-a stopat însă ascensiunea, rămânând în prima parte a lunii cantonat pe palierul atins la finele lui mai și înregistrând o ajustare descendentă ulterior, inclusiv pe fondul evoluției sub așteptări a inflației și a unor indicatori ai pieței muncii, precum și în condițiile escaladării conflictului din Orientul Mijlociu. Randamentul similar din zona euro și-a corectat integral în a doua jumătate a lui mai creșterea din prima parte a lunii, pe fondul evoluțiilor asociate tensiunilor comerciale, iar în iunie a tins să se stabilizeze. Randamentele titlurilor de stat pe termen lung ale țărilor din regiune s-au caracterizat în schimb printr-o mișcare general ascendentă pe parcursul perioadei mai-iunie, inclusiv pe fondul atitudinii prudente a politicii monetare a băncilor centrale din aceste state.

7,44 la sută). Pe acest fond, curba randamentelor și-a atenuat semnificativ înclinația pozitivă.

Randamentele medii acceptate pe segmentul primar al pieței⁵⁷ au consemnat creșteri relativ modeste în cazul titlurilor pe 3 ani și 5 ani, acestea mărindu-se în iunie față de ultima lună a trimestrului anterior cu până la 0,19 puncte procentuale (până la 7,46 la sută, respectiv 7,52 la sută), iar randamentul titlurilor pe 10 ani s-a redus cu 0,10 puncte procentuale (până la 7,36 la sută). Pe ansamblul trimestrului II,



valoarea totală a emisiunilor a scăzut substanțial față de precedentele trei luni (cu 9 miliarde lei, la 20,9 miliarde lei), în condițiile în care MF a diminuat volumul programat al titlurilor de stat în luna mai și a respins integral ofertele dealerilor primari în cadrul a două licitații desfășurate în acest trimestru⁵⁸. Slăbirea interesului investitorilor pentru aceste plasamente este evidențiată și de evoluția raportului dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor, precum și a proporției dintre volumul acceptat și cel anunțat, care au coborât pe ansamblul trimestrului II la valori minime ale ultimilor trei ani (respectiv la 1,69, de la 2,30 în trimestrul I 2025, și la 1,17, de la 1,36 în precedentele trei luni).

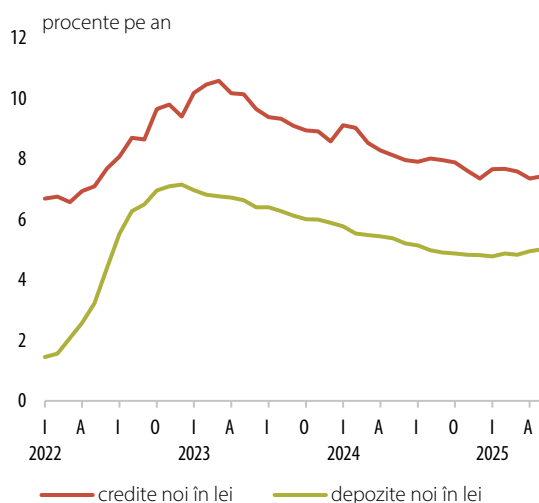
Rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebankari a înregistrat o ușoară scădere pe ansamblul perioadei aprilie-mai (-0,11 puncte procentuale, la o valoare medie de 7,79 la sută),

comparabilă ca dimensiune cu creșterea din trimestrul anterior, în timp ce randamentul mediu al depozitelor noi la termen și-a accentuat semnificativ ascensiunea (+0,40 puncte procentuale, până la 5,43 la sută) (Grafic 3.4).

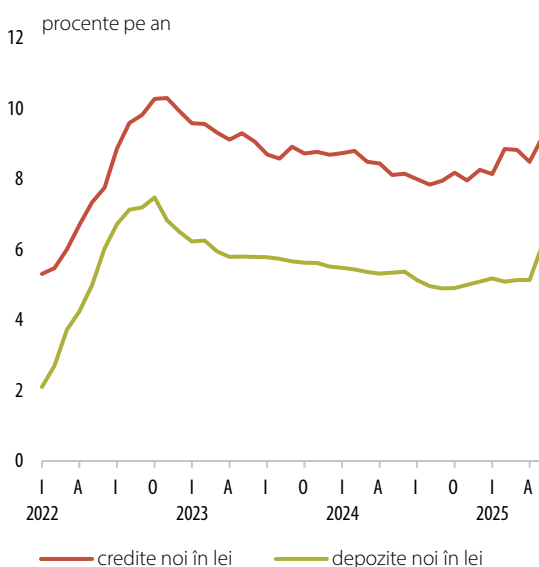
În cazul ratelor dobânzilor la creditele noi, evoluțiile au fost eterogene din perspectivă sectorială. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației și-a reluat descreșterea față de trimestrul anterior (-0,25 puncte procentuale, până la 7,39 la sută), pe fondul diminuării costului mediu cu dobânda al ambelor categorii

⁵⁷ În trimestrul II 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) 6,80 la sută, 7,50 la sută, respectiv 7,80 la sută, în aprilie, (ii) 6,60 la sută, 7,30 la sută, respectiv 7,60 la sută, în mai și (iii) 6,75 la sută, 7,40 la sută, respectiv 7,80 la sută, în iunie, în valoare totală de 5,1 miliarde lei. De asemenea, prin programul „Fidelis” au fost puse în circulație titluri de stat pentru populație astfel: (i) în luna aprilie, titluri denumite atât în lei, cu maturități de 1 an, 3 ani și 5 ani la randamente de 6,60 la sută, 7,30 la sută, respectiv 7,60 la sută, în valoare totală de 838 milioane lei, cât și în euro, cu maturități de 2 ani și 7 ani, la randamente de 3,60 la sută, respectiv 6,00 la sută, în valoare totală de 100 milioane euro; (ii) în luna mai, titluri de stat denumite în lei, cu maturități de 1 an, 3 ani și 5 ani la randamente de 6,75 la sută, 7,40 la sută, respectiv 7,80 la sută, în valoare de 620 milioane lei, și în euro, cu maturități de 2 ani și 7 ani, la randamente de 3,85 la sută, respectiv 6,25 la sută, în valoare de 112 milioane euro; (iii) în luna iunie, titluri de stat denumite în lei, cu maturități de 2 ani, 4 ani și 6 ani, la randamente de 7,35 la sută, 7,70 la sută, respectiv 7,95 la sută, și în euro, pe maturități de 2 ani, 5 ani și 7 ani, la randamente de 3,90 la sută, 5,60 la sută, respectiv 6,50 la sută. În plus, în luna mai, MF a emis pe piața internă titluri de stat denumite în euro cu maturități de 1 an, respectiv 3 ani, la randamente medii de 3,52 la sută, respectiv 3,82 la sută, în valoare totală de 1,6 miliarde euro.

⁵⁸ Valoarea emisiunilor nete a crescut totuși cu circa 3,9 miliarde lei (până la 13,2 miliarde lei), dată fiind scăderea considerabilă a volumului titlurilor ajunse la scadență în acest trimestru (cu circa 13 miliarde lei, la 7,7 miliarde lei).

Grafic 3.5. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației*

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

Grafic 3.6. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare

de împrumuturi (Grafic 3.5). Cel aferent creditelor noi pentru consum a înregistrat o scădere semnificativă (-0,73 puncte procentuale, până la 8,98 la sută – minimul ultimilor mai mult de trei ani), în consonanță cu rezultatele ediției din luna mai a *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*, care indicau pentru trimestrul II 2025 așteptări de relaxare ușoară a standardelor și termenilor creditării aplicate de bănci pentru acest tip de finanțări. La rândul său, rata medie a dobânzii la împrumuturile noi pentru locuințe a continuat să se reducă gradual (-0,15 puncte procentuale față de trimestrul precedent, până la 5,83 la sută).

În schimb, rata medie a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare a continuat să se mărească pe ansamblul perioadei aprilie-mai, ajungând la 8,84 la sută (+0,23 puncte procentuale comparativ cu trimestrul I 2025), în condițiile în care aceasta a receptat mai intens mișcarea cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare (Grafic 3.6). O creștere mai pronunțată a consemnat costul mediu cu dobânda al creditelor de valoare mare, peste echivalentul a 1 milion de euro, care și-a prelungit astfel ascensiunea, urcând cu 0,37 puncte procentuale față de trimestrul I 2025, până la 8,50 la sută. Cel aferent creditelor de valoare mică, sub respectivul prag, și-a temperat însă semnificativ avansul (+0,05 puncte procentuale), situându-se la 9,01 la sută.

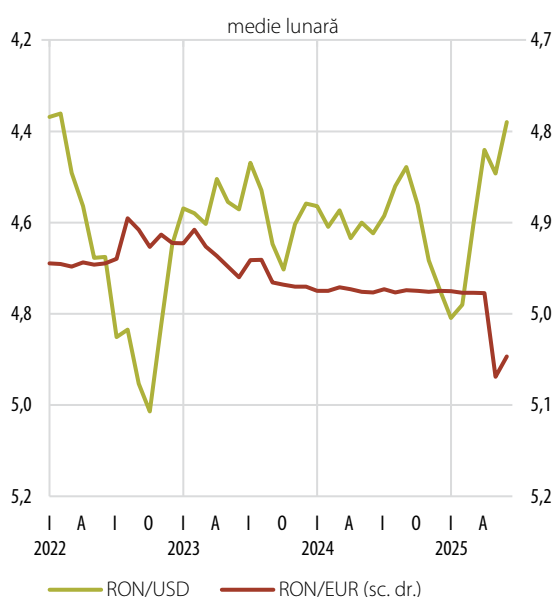
În cazul randamentului depozitelor noi la termen, evoluțiile au fost omogene ca sens la nivel sectorial, în condițiile în care media acestuia și-a stopat scăderea pe segmentul populației, majorându-se cu 0,16 puncte procentuale față de trimestrul I 2025 (până la 4,98 la sută), și și-a accentuat semnificativ

creșterea pe cel al societăților nefinanciare (+0,49 puncte procentuale față de trimestrul I 2025, până la 5,63 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a urcat pe un palier ceva mai înalt în aprilie, iar în prima decadă a lunii mai a consemnat o creștere semnificativă, care s-a corectat însă întrucâtva în a doua jumătate a trimestrului II, în condițiile unei evoluții fluctuante (Grafic 3.7).

Grafic 3.7. Cursul de schimb nominal



Raportul leu/euro s-a repositionat pe un palier ceva mai înalt în debutul lunii aprilie, iar ulterior a tins să mai crească, în contextul amplificării volatilității pe piețele financiare internaționale în prima decadă a intervalului, ca reacție la escaladarea tensiunilor comerciale pe plan mondial⁵⁹, precum și pe fondul îngrijorărilor investitorilor financiari legate de adâncirea deficitului bugetar și a celui de cont curent.

În prima decadă a lunii mai, piața valutară interbancară a resimțit însă puternic, alături de alte segmente ale pieței financiare, influențele contextului electoral⁶⁰ și ale tensionării pe acest fond a mediului politic intern, care au generat mari incertitudini și au antrenat ieșiri substanțiale de capital, sub diverse forme (Tabel 3.1). Astfel, în zilele imediat următoare primului tur al alegerilor prezidențiale, cursul de schimb leu/euro a cunoscut o creștere abruptă semnificativă și a rămas apoi la noile niveluri, pentru ca după finalizarea procesului electoral să se înscrie pe o traiectorie descendentă, totuși fluctuantă, inclusiv în condițiile ameliorării sentimentului pieței financiare internaționale ca urmare a calmării tensiunilor comerciale globale⁶¹.

Raportul leu/euro și-a accentuat ușor descreșterea în prima parte a lunii iunie, pe fondul detensionării mediului politic intern și al progresului discuțiilor vizând formarea noii coaliții de guvernare și configurarea pachetului de măsuri fiscale corective, de natură să atenueze îngrijorările investitorilor financiari legate de perspectiva consolidării bugetare. Acesta și-a inversat însă ulterior sensul mișcării, revenind în ultimele zile din iunie în apropierea valorilor de la finele lunii precedente, inclusiv în contextul unei deteriorări temporare a

apetitului global pentru risc ca urmare a intensificării conflictului din Orientul Mijlociu.

În raport cu dolarul SUA, leul a consemnat o depreciere chiar mai mare în prima parte a lunii mai, pe care a recuperat-o însă integral până la finele trimestrului II, dată fiind reluarea trendului general de slăbire a dolarului pe piețele financiare internaționale amorsat la începutul anului curent.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

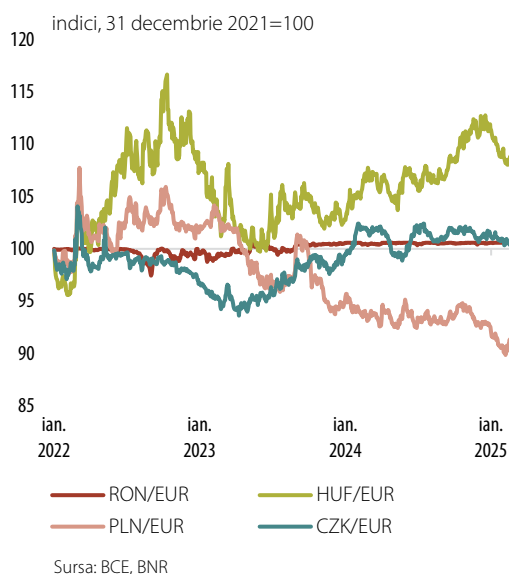
	milioane euro					
	5 Iunie 2024			5 Iunie 2025		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	7 594	15 388	-7 794	1 278	11 430	-10 153
Investiții directe	1 107	3 192	-2 085	2 248	3 709	-1 460
Investiții de portofoliu	22	8 557	-8 534	-455	5 146	-5 602
Derivate financiare	46	0	47	-74	0	-74
Alte investiții	1 232	3 639	-2 407	4 676	2 575	2 100
– numerar și depozite	287	-390	677	4 903	-836	5 739
– împrumuturi	-122	789	-912	234	1 922	-1 688
– altele	1 068	3 239	-2 172	-461	1 490	-1 950
Active de rezervă ale BNR (net)	5 186	0	5 186	-5 117	0	-5 117

*) „+” creștere/„-” scădere

⁵⁹ Pe acest fond, cursul euro/dolar și-a accentuat temporar trendul ascendent.

⁶⁰ În data de 4 mai 2025 s-a desfășurat primul tur al alegerilor prezidențiale.

⁶¹ În acest interval, SUA și China au inițiat negocieri și au convenit să reducă pentru o perioadă de cel puțin 90 de zile taxele vamale impuse reciproc.

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

În regiune, cursurile de schimb față de euro ale principalelor monede au crescut pronunțat în prima jumătate a lunii aprilie, pentru ca apoi să se angreneze într-o mișcare descrescătoare, însă sinuoasă, care s-a prelungit până spre finele trimestrului II în cazul forintului și al coroanei ceh, dar s-a inversat temporar în iunie în cazul zlotului. În acest context, în trimestrul II, coroana cehă a continuat să se întărească față de moneda unică, în timp ce forintul maghiar și zlotul polonez au consemnat depreciere (Grafic 3.8).

Rulajul pieței valutare interbancare a crescut în trimestrul II 2025 la un maxim istoric, iar deficitul total de devize s-a mărit la un nivel record, atât pe seama operațiunilor efectuate de nerezidenți, cât și a celor ale rezidenților.

Pe ansamblul trimestrului II 2025, leul s-a depreciat față de euro atât în termeni nominali (cu 1,4 la sută)^{62,63}, cât și în termeni reali (cu 0,9 la sută), în timp ce *vis-à-vis* de dolarul SUA, moneda națională și-a mărit pasul de apreciere (la 5,1 la sută, în termeni nominali, respectiv la 5,6 la sută, în termeni reali). Din perspectiva variației anuale a mediilor trimestriale ale cursului de schimb, moneda națională și-a accentuat trendul de slăbire în raport cu euro, însă și-a întrerupt tendința similară față de dolarul SUA, înregistrând în trimestrul II o apreciere semnificativă.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica anuală a masei monetare (M3) a continuat să descrească în primele două luni ale trimestrului II 2025, ajungând la un nivel mediu de 8,3 la sută⁶⁴ (de la 9,3 la sută în trimestrul I), în corelație cu caracteristicile execuției bugetare (Tabel 3.2).

Din punct de vedere structural, decelerarea creșterii masei monetare a fost antrenată și în acest interval exclusiv de depozitele la termen sub doi ani, a căror dinamică anuală și-a prelungit descreșterea relativ alertă⁶⁵, sub impactul unei noi scăderi semnificative înregistrate de variația plasamentelor în lei, deopotrivă pe seama evoluțiilor de pe segmentul populației și de pe cel al societăților nefinanciare (Grafic 3.9). Scăderea a fost doar în mică măsură compensată de accelerarea pe mai departe a creșterii componentei în valută (exprimată în euro) – reflectând salturile de dinamică consemnate în luna mai de depozitele ambelor sectoare instituționale

⁶² Pe baza valorilor medii din iunie 2025, respectiv martie 2025, ale cursului de schimb leu/euro

⁶³ În același interval, coroana cehă s-a apreciat în raport cu euro cu 0,8 la sută, în timp ce forintul s-a depreciat 0,6 la sută, iar zlotul cu 2,0 la sută.

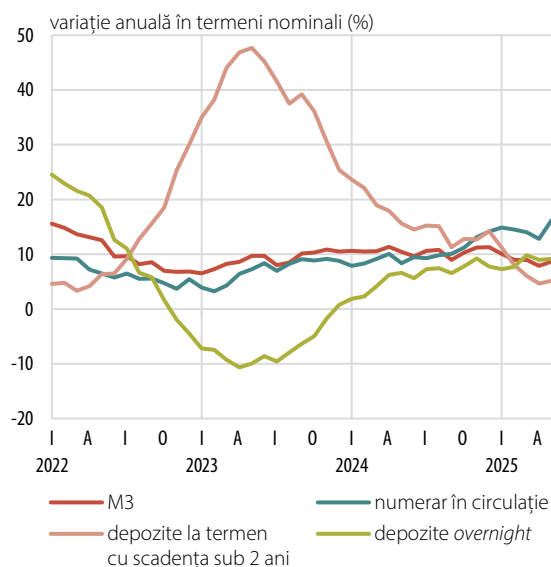
⁶⁴ La rândul său, rata de creștere anuală reală a M3 a continuat să se reducă, ajungând la o valoare medie de 3,0 la sută în aprilie-mai, de la 4,2 la sută în trimestrul I 2025.

⁶⁵ Din perspectiva evoluțiilor lunare, aceasta și-a stopat totuși scăderea în mai, majorându-se ușor față de luna precedentă.

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

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

Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare



majore –, precum și de efectul statistic pozitiv al evoluției cursului de schimb leu/euro.

În schimb, variația anuală a masei monetare în sens restrâns (M1) a continuat să se mărească lent în acest interval⁶⁶, în condițiile în care creșterea amplă înregistrată de dinamica depozitelor ON în valută ale populației și ale societăților nefinanciare a devansat ca impact declinul suferit de ritmul plasamentelor similare în lei⁶⁷, în contextul incertitudinii generate de alegerile prezidențiale desfășurate în luna mai. În același timp, rata de creștere a numerarului în circulație s-a menținut pe ansamblul perioadei la nivelul ridicat de două cifre atins în trimestrul anterior, dar în condițiile unei ample fluctuații: scădere moderată în aprilie, succedată de o majorare semnificativă în mai⁶⁸. Pe acest fond, ponderea M1 în M3 și-a prelungit tendința ușor ascendentă reamorsată în luna februarie, mărindu-se în mai la 60,6 la sută, de la 60,5 la sută la finele trimestrului I.

Din perspectiva principalelor categorii de deținători, scăderea dinamicii M3 a fost cu precădere consecința noii pierderi de ritm consemnate de plasamentele societăților nefinanciare⁶⁹, în corelație cu descreșterea pe mai departe a dinamicii cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul în aprilie-mai, dar și pe fondul măririi variației anuale a plăților efectuate în contul unor obligații fiscale și al scăderii concomitente a unor sume primite de la bugetul de stat⁷⁰. Dinamica depozitelor populației a continuat să se reducă relativ mai temperat, rămânând ca valoare medie pe palierul de două cifre, inclusiv

în condițiile încetinerii creșterii pe ansamblul intervalului a variației anuale ridicate a plasamentelor în titluri de stat ale acestei categorii de investitori.

Din perspectiva contrapartidelor M3, scăderea de ritm a acestui agregat monetar s-a corelat cu încetinirea semnificativă a creșterii creditului net al administrației publice centrale și, într-o mai mică măsură, cu continuarea descreșterii variației activelor externe nete ale sistemului bancar.

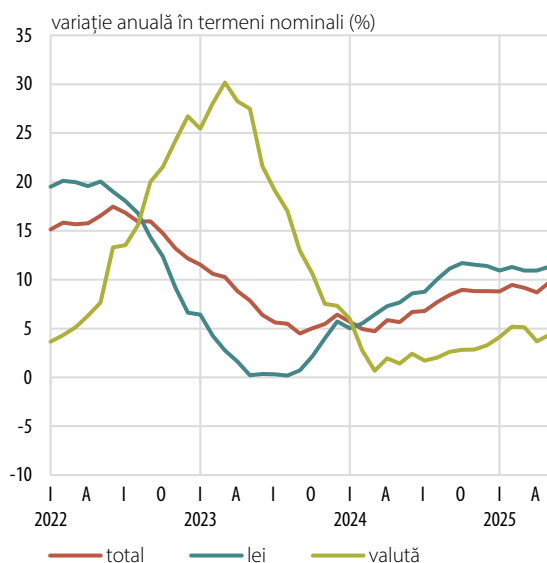
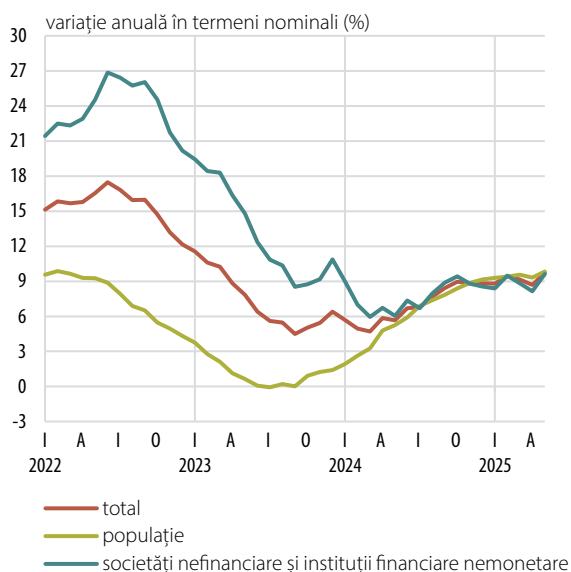
⁶⁶ Atingând un maxim al ultimelor 12 trimestre

⁶⁷ Acesta a coborât, astfel, pe palierul de o cifră, în premieră pentru ultimele 7 trimestre.

⁶⁸ Aceasta a atins în mai 2025 cel mai înalt nivel din ultimii circa 4 ani. Fluctuațiile lunare ale dinamicii anuale a numerarului din aprilie-mai reflectă parțial efecte de bază asociate plății în devans în luna aprilie 2024 a pensiilor și a unor drepturi sociale aferente lunii mai.

⁶⁹ Dinamica anuală a acestor plasamente a coborât la un minim al ultimilor 12 ani (evaluare din perspectiva mediilor trimestriale).

⁷⁰ Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat

Grafic 3.10. Creditul acordat sectorului privat pe monede**Grafic 3.11. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale****Creditul acordat sectorului privat**

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a prelungit trendul lent ascendent pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului II 2025, mărindu-se ca valoare medie la 9,2 la sută⁷¹, de la 9,1 la sută în trimestrul I, în condițiile în care creditul în lei și-a reaccelerat ușor creșterea, iar scăderea de ritm consemnată în acest interval de componenta în valută (exprimată în euro) a fost contrabalansată integral de efectul statistic al evoluției cursului de schimb leu/euro (Grafic 3.10). Ponderea creditului în lei în total s-a redus la 69,8 la sută în mai, de la 70,0 la sută în martie.

Avansul marginal al ritmului creditului acordat sectorului privat din acest interval s-a datorat evoluției împrumuturilor ambelor sectoare instituționale majore (Grafic 3.11). Astfel, rata de creștere anuală a creditului populației și-a prelungit ascensiunea lentă, însă exclusiv pe seama componentei în valută, al cărei sold exprimat în euro și-a atenuat ampla contracție în termeni anuali și a fost potențat ca impact de efectul statistic al evoluției cursului de schimb leu/euro. În schimb, ritmul creditului în lei și-a stopat creșterea neîntreruptă din ultimele șase trimestre, înregistrând o mică scădere, în condițiile în care accentuarea pe mai departe a descreșterii variației foarte înalte a împrumuturilor pentru consum și alte scopuri⁷² a fost însoțită în acest interval de încetinirea ascensiunii dinamicii creditului pentru locuințe⁷³.

La rândul său, ritmul creditului societăților nefinanciare a consemnat o nouă creștere în aprilie-mai, integral sub influența efectului statistic al cursului de schimb leu/euro, în condițiile menținerii constante a variației soldului creditului în valută (exprimat în euro) în raport cu valoarea

medie din trimestrul I. Dinamica componentei în lei a rămas, de asemenea, neschimbată ca medie a perioadei, dar s-a mărit progresiv în ambele luni, inclusiv cu un aport crescut al fluxului creditelor acordate în cadrul programelor guvernamentale (IMM Invest Plus).

⁷¹ Dinamica anuală reală a creditului acordat sectorului privat s-a redus marginal, la 3,9 la sută în aprilie-mai, de la 4,0 la sută în trimestrul I.

⁷² Volumul creditelor noi pentru consum în lei a crescut însă în ambele luni, atingând un nou maxim istoric în luna mai (evaluare pe baza fluxurilor ajustate cu valoarea creditelor renegociate).

⁷³ Volumul creditelor noi pentru locuințe s-a menținut totuși în apropierea vârfului istoric atins în decembrie 2024 (evaluare pe baza fluxurilor ajustate cu valoarea creditelor renegociate).

4. Perspectivile inflației

În contextul încheierii schemei de plafonare a prețurilor energiei electrice și al implementării pachetului de consolidare fiscală, rata anuală a inflației va cunoaște reconfigurări substanțiale pe intervalul proiecției, respectiv următoarele opt trimestre. Astfel, traiectoria preia în prima parte a intervalului impactul amplu al creșterii tarifelor electricității în luna iulie 2025 și cel al majorării impozitelor indirecte – TVA și accize – în luna august a aceluiași an, cele două șocuri având efecte de runda întâi evaluate la 2 puncte procentuale fiecare. Influența acestor măsuri asupra ratei anuale a inflației IPC va persista timp de 12 luni. Din a doua parte a intervalului de prognoză, vor deveni dominante efectele dezinflaționiste ale consolidării fiscale, reflectate în atenuarea cererii agregate, în special a consumului și investițiilor. În aceste condiții, valorile prognozate ale ratei anuale a inflației sunt de 8,8 la sută la finele anului curent, de 3 la sută în decembrie 2026 și de 2,7 la sută la orizontul proiecției, trimestrul II 2027.

Față de proiecția din *Raportul asupra inflației* publicat în luna mai, rata anuală a inflației IPC estimată pentru sfârșitul anului curent este mai ridicată cu 4,2 puncte procentuale. Din această revizuire, majorarea impozitelor indirecte explică 2 puncte procentuale, iar subestimarea anterioară a impactului scumpirii energiei electrice încă 1,5 puncte procentuale. În schimb, pentru finele anului viitor, rata anuală a inflației este mai redusă cu 0,4 puncte procentuale, pe fondul revizuirii inflației de bază.

În pofida materializării unor riscuri puternic ascendente semnalate anterior, balanța riscurilor asociate proiecției ratei anuale a inflației IPC continuă să fie înclinată în sus, sugerând posibile noi abateri în sens ascendent de la traiectoria din scenariul de bază, mai ales pe termen scurt. Persistă incertitudini privind evoluția prețurilor administrate, în special cele la gaze naturale, precum și posibilitatea unor noi măsuri de natură fiscală. Aceste incertitudini sporesc și riscul unei slăbiri a ancorării așteptărilor inflaționiste ale agenților economici pe orizontul mediu.

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 menținută la 1,1 la sută în 2025, respectiv revizuită în jos, la 1,3 la sută în 2026 față de 1,5 la sută anterior (Tabel 4.1). Pe termen scurt, prognoza indică o încetinire a activității economice

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2025	2026
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,1	1,3
Inflația anuală din zona euro (%)	2,0	1,7
Inflația anuală din zona euro exclusiv produse energetice (%)	2,4	2,0
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,9	2,9
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	2,1	1,8
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,13	1,18
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	69,4	65,8

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

din UE efectiv, ca urmare a epuizării efectului generat de concentrarea anticipată a exporturilor în trimestrul I 2025, în contextul majorării unilaterale a tarifelor vamale de către SUA, și a incertitudinilor persistente privind politicile comerciale. Pe termen mediu, revenirea este așteptată a avea loc pe seama îmbunătățirii venitului disponibil real, a reducerii treptate a incertitudinii și a ameliorării cererii externe. Un aport favorabil la dinamizarea creșterii este așteptat să provină și din partea programelor finanțate la nivel european și național. În aceste condiții, deviația cererii externe efective a fost ușor revizuită în jos pentru ultimul trimestru al anului curent și prima jumătate a anului 2026, fiind previzibil ca indicatorul să persiste în teritoriul

negativ pe întregul interval de proiecție, similar evaluării precedente.

Rata medie anuală a inflației din zona euro a fost reevaluată la un nivel mai scăzut față de cel din *Raportul* anterior atât pentru anul curent – 2 la sută față de 2,3 la sută –, cât și pentru anul 2026 – 1,7 la sută față de 1,9 la sută –, în principal pe seama subcomponentei „energie”, dar și ca urmare a aprecierii euro. În anul 2026, revizuirea are în vedere și impactul unei scăderi așteptate a prețului la energie electrică în Germania, datorată unor tarife mai reduse de utilizare a rețelelor. Rata anuală a inflației *headline* a atins reperul BCE de 2 la sută în trimestrul II 2025, cu trei trimestre mai devreme decât în evaluarea anterioară. Ulterior, până la orizontul proiecției, rata inflației *headline* este așteptată a se poziționa sub sau chiar la nivelul de 2 la sută, cu un minim de 1,4 la sută preconizat pentru trimestrul I 2026.

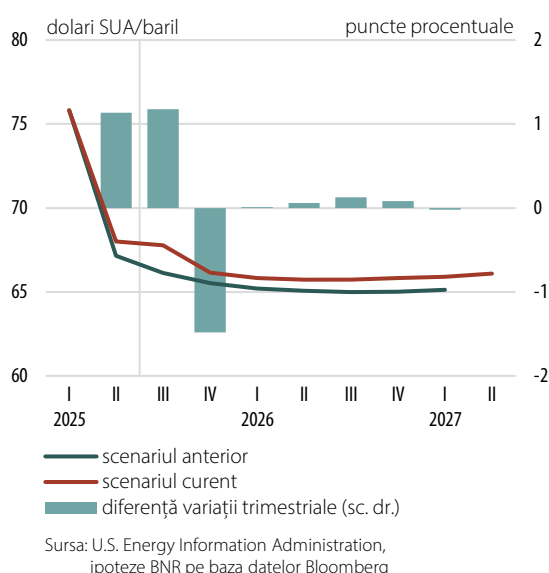
Prognoza ratei inflației IAPC exclusiv energia⁷⁴ din zona euro a fost menținută pentru anul 2025 la 2,4 la sută, respectiv redusă pentru anul 2026 la 2 la sută, de la 2,2 la sută în *Raportul* anterior. În profil trimestrial, indicatorul urmează o traiectorie în continuare descendentă, apropiată, dar ușor mai ridicată pe termen scurt comparativ cu cea a inflației *headline*. Printre factorii care influențează evoluția indicatorului se numără o scădere anticipată a inflației serviciilor, temperarea presiunilor salariale, respectiv prețurile mai reduse ale energiei. La orizontul prognozei, trimestrul II 2027, rata inflației IAPC exclusiv energia este evaluată a se plasa la un nivel similar cu cel al inflației *headline*, de 2 la sută.

Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni a continuat să se reducă, și este anticipată a se diminua pe termen scurt, până la un minim de 1,8 la sută în trimestrul IV 2025. Pe termen mai lung, rata dobânzii ar urma să revină ușor până la nivelul de 2 la sută, atins în trimestrul II 2027. Coborârea ratei reale a dobânzii EURIBOR la 3 luni sub nivelul estimat de echilibru al acestuia în trimestrul III 2025 semnalizează trecerea în teritoriul stimulativ a conduitei politicii monetare a BCE. Ulterior, deviația ratei reale a dobânzii EURIBOR la 3 luni este proiectată a se adânci în teritoriul negativ.

⁷⁴ O măsură care aproximează inflația importată a României.

În al doilea trimestru al anului curent, dolarul SUA a înregistrat o depreciere importantă în raport cu moneda europeană. În trimestrul III 2025, dolarul SUA este așteptat să înregistreze o nouă depreciere la nivel trimestrial. Ulterior, pe parcursul intervalului de proiecție, ritmul deprecierii dolarului american față de euro este anticipat a se atenua semnificativ. Această dinamică are loc în contextul îmbunătățirii perspectivelor privind economia zonei euro, ca efect al angajamentului UE de creștere a cheltuielilor alocate sectorului de apărare, în paralel cu înrăutățirea celor privind economia SUA, pe fondul tensiunilor comerciale generate de noile măsuri protecționiste, dar și al unui set mai larg de politici economice care slăbesc unele fundamente ale economiei americane și încurajează o reorientare a fluxurilor de capital către alte regiuni, în special către Europa. În raport cu evaluarea precedentă, scenariul actual anticipează o depreciere mai amplă a dolarului față de euro, fapt ce implică, *ceteris paribus*, un leu semnificativ mai apreciat față de dolarul SUA pe parcursul intervalului de prognoză.

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



Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent a fost fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o traiectorie descendentă pe termen mediu, în contextul unei cereri globale scăzute, dar și al unei oferte robuste. Astfel, la orizontul proiecției, prețul petrolului Brent este prevăzut a se plasa în jurul valorii de 66 dolari SUA/baril (Grafic 4.1). Pe latura cererii, pe termen scurt și mediu se manifestă îngrijorările cu privire la încetinirea activității economice la nivel global, cu efect și asupra diminuării cererii de petrol. Pe latura ofertei, majorarea producției de către statele membre OPEC+, cu efect asupra creșterii stocurilor de țiței, exercită presiuni descendente suplimentare asupra traiectoriei prețului petrolului.

Cu toate acestea, intensificarea conflictelor geopolitice din Orientul Mijlociu ar putea genera creșteri ale prețului materiei prime pe parcursul intervalului de prognoză.

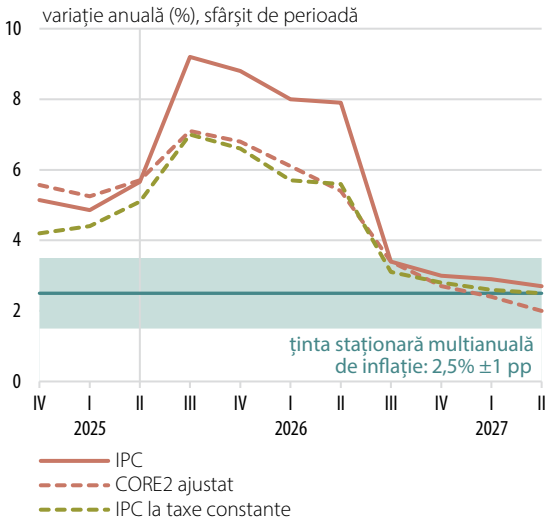
1.2. Perspectivele inflației

În luna iunie 2025, rata anuală a inflației IPC a atins valoarea de 5,66 la sută, în creștere de la nivelul de 4,86 la sută consemnat în martie. Pe intervalul proiecției, în contextul încheierii schemei de plafonare a prețurilor energiei electrice⁷⁵ și al implementării pachetului de consolidare fiscală, indicatorul va cunoaște reconfigurări substanțiale. Traectoria preia în prima parte a intervalului impactul amplu al creșterii tarifelor

⁷⁵ Informațiile privind ofertele de preț ale operatorilor disponibile la momentul finalizării proiecției indicau o majorare a prețului mediu de circa 55 la sută. Aceasta este semnificativ mai ridicată decât cea presupusă în runda anterioară de prognoză, de 15 la sută, rezultată sub ipoteza alinierii prețurilor practicate de operatori la nivelul celei mai avantajoase oferte disponibile la momentul respectiv. Creșteri de preț de magnitudini ridicate au mai fost înregistrate și în 2022, când rata anuală a inflației la finalul anului pentru energia electrică a fost circa 45 la sută.

electricității în luna iulie 2025 și cel al majorării impozitelor indirecte⁷⁶ (TVA și accize) în luna august a aceluiași an, cele două șocuri având efecte de runda întâi evaluate

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



Sursa: INS, proiecție BNR

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

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

*) calculat la taxe constante

la 2 puncte procentuale fiecare, care vor afecta rata anuală a inflației IPC timp de patru trimestre. Astfel, în trimestrul III 2025, rata inflației va înregistra un salt semnificativ, până la un maxim de 9,2 la sută în septembrie (Grafic 4.2), urmând să scadă ușor la finalul anului, până la 8,8 la sută. Ulterior, în trimestrul III 2026, indicatorul va scădea semnificativ, reintrând în intervalul de variație al țintei, atât pe fondul efectelor statistice de bază⁷⁷, cât și al persistenței și chiar al amplificării semnificative a deficitului de cerere până la finalul anului viitor.

În aceste condiții, rata anuală a inflației este proiectată pe o traiectorie descendentă în a doua parte a anului 2026 și în prima jumătate a anului 2027. Ca urmare, valorile prognozate pentru sfârșitul anului 2026 și pentru trimestrul II 2027, orizontul proiecției, sunt de 3 la sută, și, respectiv, 2,7 la sută.

Din perspectiva distribuției presiunilor inflaționiste la nivelul structurii IPC, după ce în perioada 2023-2024 rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost mai ridicată decât cea a ansamblului subcomponentelor exogene ale coșului, începând din trimestrul III al anului curent se preconizează inversarea raportului (Tabel 4.2).

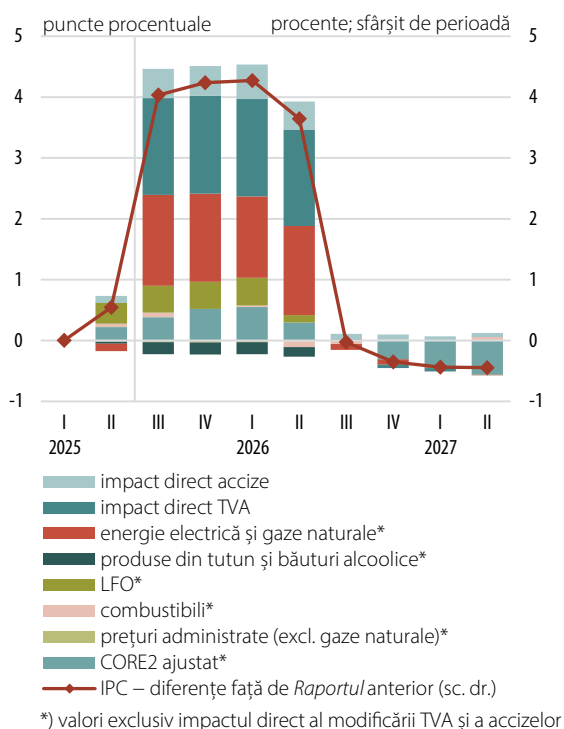
Comparativ cu prognoza precedentă, publicată în *Raportul asupra inflației* din luna mai, revizuirea ratei anuale a inflației IPC la sfârșitul anului curent este de 4,2 puncte procentuale (Grafic 4.3). Principalele reevaluări au fost determinate de subestimarea scumpirii energiei electrice din iulie, cu o contribuție

suplimentară de 1,5 puncte procentuale, de majorarea cotelor TVA, cu impact de 1,6 puncte procentuale, și a accizelor, cu impact de 0,4 puncte procentuale. Suplimentar, la revizuire mai contribuie și presiuni inflaționiste mai ridicate din

⁷⁶ În cazul TVA, măsurile adoptate vizează: (i) majorarea cotei reduse de TVA de la 9 la sută la 11 la sută, aplicabilă produselor precum alimentele – cu excepția celor cu zahăr adăugat –, medicamentele, serviciile hoteliere, de catering și restaurant, apă și canalizare; (ii) majorarea cotei reduse de TVA de la 5 la sută la 11 la sută, aplicabilă produselor precum energia termică, lemnele de foc, cărțile; (iii) majorarea cotei standard de TVA de la 19 la 21 la sută, aplicabilă produselor precum alimentele cu zahăr adăugat, bunurile nealimentare, carburanți, energie electrică și gaze naturale, tutun și alcool, alte servicii. Pentru gradul de transmisie al modificării cotelor TVA în prețurile finale plătite de consumatori au fost utilizate ipoteze de lucru fundamentate pe baza episoadelor anterioare și a caracteristicilor subcomponentelor IPC, precum frecvența de ajustare a prețurilor și elasticitatea cererii la preț, rezultând o valoare medie a transmisiei la nivelul întregului coș de circa 78 la sută. În cazul accizelor, majorările sunt de 10 la sută pentru carburanți, băuturile alcoolice și cele nealcoolice cu zahăr adăugat, și de 2,25 la sută la produsele din tutun.

⁷⁷ Caracterul temporar, timp de un an, al impactului de runda întâi al șocurilor punctuale a fost observat, de exemplu, și în perioada 2010-2011, când rata anuală a inflației a crescut brusc la majorarea cotei TVA în iulie 2010, respectiv a scăzut brusc 12 luni mai târziu.

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



Sursa: proiecție BNR

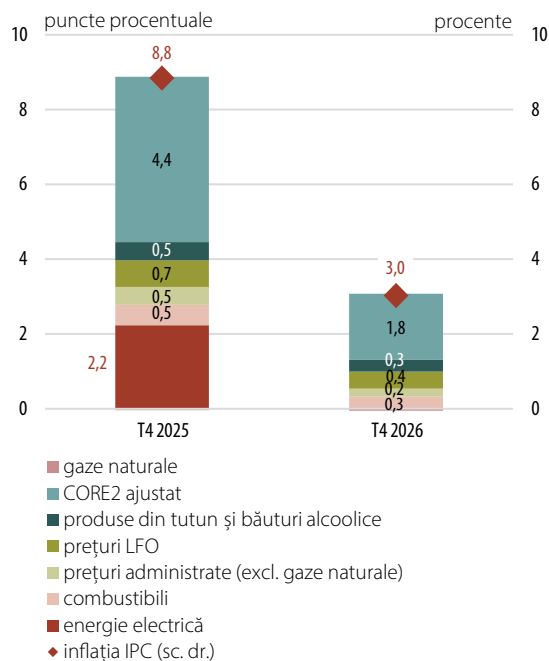
partea inflației de bază și a celei a grupe LFO la taxe constante, evaluate la 0,4 puncte procentuale fiecare, în timp ce contribuția inflației produselor din tutun este ușor mai redusă, cu 0,2 puncte procentuale. În schimb, în a doua parte a intervalului proiecției, rata anuală a inflației este proiectată la valori mai scăzute decât anterior, respectiv cu 0,4 puncte procentuale la finele anului viitor, dar și în trimestrul I 2027, pe fondul revizuirii în jos a inflației de bază, sub influența cererii agregate reduse, cu efect dezinflaționist.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a accelerat ușor în trimestrul II, de la 5,2 la sută în martie 2025 la 5,7 la sută în iunie. Pe termen scurt, traiectoria anticipată este influențată semnificativ de majorarea impozitelor indirecte în august 2025, la care se adaugă însă și presiuni persistente din partea costurilor de producție cu materiile prime agroalimentare, a celor cu forța de muncă și a anticipațiilor inflaționiste. După saltul din trimestrul III 2025, și un maxim de 7,1 la sută în luna septembrie, rata anuală a inflației de bază se va înscrie pe o traiectorie continuu descendentă,

cu o scădere mai importantă la ieșirea din baza de calcul a impactului de runda întâi al majorării impozitelor indirecte, în trimestrul III 2026. La reducere va contribui, totodată, și atenuarea cererii agregate, care va determina acumularea și, în timp, accentuarea presiunilor dezinflaționiste, pe fondul încetării activității economice, în special ca urmare a procesului de consolidare fiscală. Atât cuantumul veniturilor nominale, cât și al celor reale vor fi afectate de evoluții precum înghețarea salariilor din sectorul public și a pensiilor, temperarea creșterilor salariale în sectorul privat și intensificarea temporară a inflației. După o creștere abruptă și un vârf anticipate în trimestrul III, așteptările privind inflația sunt prognozate să urmeze o traiectorie descendentă pe întregul interval de prognoză. Presiuni dezinflaționiste suplimentare vor proveni și din partea prețurilor bunurilor din import, în linie cu reducerea lentă preconizată pentru inflația IAPC exclusiv energie din zona euro. În aceste condiții, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată la 6,8 la sută la sfârșitul anului curent, la 2,7 la sută în decembrie 2026 și la 2 la sută în trimestrul II 2027 (Grafic 4.2).

Comparativ cu prognoza anterioară, traiectoria ratei anuale a inflației de bază este revizuită în sus până în trimestrul III 2026 inclusiv, iar ulterior la valori mai reduse. Astfel, pentru sfârșitul anului curent, proiecția actualizată este cu 2,3 puncte procentuale mai ridicată, respectiv mai redusă cu 0,5 puncte procentuale în decembrie 2026 și cu 0,6 puncte procentuale în trimestrul I 2027. În prima parte a intervalului, pe lângă impactul noilor măsuri fiscale, evaluat la circa 1,4 puncte procentuale, la revizuire contribuie și persistența unor presiuni inflaționiste asociate costurilor cu materiile prime agricole și cu forța de muncă, cu efecte asupra prețurilor

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

Tabel 4.3. Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă		
	dec. 2025	dec. 2026	iun. 2027
Prețuri bunuri energetice	17,7	1,8	2,5
Prețuri combustibili	6,4	3,8	4,0
Prețuri energie electrică	56,6	-1,1	0,8
Prețuri gaze naturale	-1,1	-0,1	0,4
Prețuri LFO	11,7	7,4	7,6
Prețuri administrate (excl. gaze naturale)	7,9	3,6	3,6
Prețuri produse din tutun și băuturi alcoolice	6,9	4,6	4,5

Sursa: INS, proiecție BNR

finale ale alimentelor procesate și ale tarifelor serviciilor. Pe termen mediu, reevaluarea inflației de bază este determinată în principal de cea a *gapului* PIB.

Nivelul prognozat al contribuției cumulate a componentelor exogene ale coșului la rata anuală a inflației IPC este de 4,4 puncte procentuale la finele anului curent, de 1,3 puncte procentuale în decembrie 2026 și de 1,4 puncte procentuale la orizontul proiecției, iunie 2027 (Grafic 4.4). Pentru decembrie 2025, reevaluarea semnificativ ascendentă față de *Raportul* din mai, de 2,8 puncte procentuale, este cauzată, pe de o parte, de subestimarea scumpirii energiei electrice în iulie (1,5 puncte procentuale), iar pe de altă parte, de majorarea de TVA și accize din luna august 2025 (1,1 puncte procentuale).

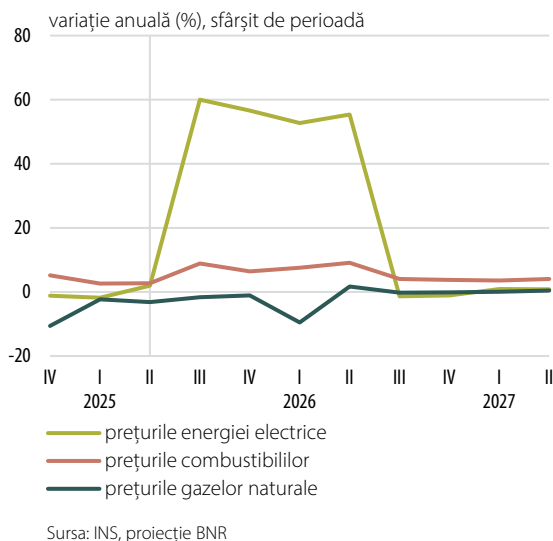
În cazul grupei combustibililor, traiectoria favorabilă consemnată în semestrul I al anului curent este succedată, în prima parte a intervalului proiecției (trimestrul III 2025 – trimestrul II 2026), de anticiparea unor rate de creștere semnificativ peste ținta centrală (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Evoluția așteptată a componentei este imprimată de impactul nefavorabil al majorării impozitelor indirecte – TVA și accize – din luna august⁷⁸ (cu efecte timp de patru trimestre). Dinamica recentă mai temperată a cotației țițeiului⁷⁹ a acționat în sens opus, dar într-o măsură mult mai redusă. Astfel, traiectoria a fost revizuită semnificativ ascendent în această perioadă. Pentru restul intervalului, pe fondul disipării efectelor inflaționiste cauzate de majorarea impozitelor indirecte și al relativei stabilizări a cotațiilor *futures* ale petrolului, dinamica anuală a prețurilor combustibililor este proiectată a se atenua semnificativ, la valori plasate în proximitatea

marginii superioare a benzii de variație a țintei centrale. Revizuirea aferentă trimestrului IV 2026 este de asemenea ascendentă, dar de o amplitudine mai redusă.

⁷⁸ Impactul acestor măsuri fiscale este estimat la circa 0,5 puncte procentuale asupra dinamicii anuale a ratei inflației IPC.

⁷⁹ Pentru detalii, a se consulta Secțiunea 1.1. Ipoteze externe.

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



Ca urmare a expirării schemei de plafonare⁸⁰ a prețurilor energiei electrice pentru consumatorii casnici – la 30 iunie –, ritmul anual de creștere a acestora este anticipat a înregistra dinamizări semnificative în prima parte a intervalului proiecției (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Față de *Raportul* anterior, valoarea de la finele anului curent a fost reevaluată puternic în sus, pe seama noilor prețuri practicate de operatorii de piață în perioada postplafonare. Pentru restul intervalului de proiecție, scenariul de bază încorporează, similar rundei anterioare, modificări minore ale prețurilor energiei electrice.

Dinamica tarifelor gazelor naturale din a doua parte a anului curent și până în trimestrul I al anului 2026 este determinată exclusiv de efectele schemei de plafonare a prețurilor pentru consumatorii casnici, situându-se la valori ușor negative (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Pentru acest an, traiectoria a fost revizuită

descendent, în contextul unor corecții sezoniere mai ample, în trimestrul II, ale cotațiilor pe piețele *en gros*. Ulterior expirării schemei de plafonare – 31 martie 2026 –, în absența unor informații certe privind măsurile autorităților de profil, scenariul de bază încorporează, similar rundei anterioare, modificări marginale ale prețurilor gazelor naturale.

Dinamica anuală a prețurilor administrate – exclusiv tarife gaze naturale – este anticipată a consemna în continuare valori superioare intervalului țintei centrale în prima parte a intervalului de prognoză, fiind revizuită în sus față de runda anterioară ca urmare a majorării TVA pentru toate subcomponentele grupei⁸¹ începând cu luna august 2025 (Grafic 4.6, Tabel 4.3). Pentru restul intervalului de prognoză, se anticipează o dinamică anuală a grupei relativ similară celei proiectate anterior, fiind fundamentată pe baza tiparului istoric al ajustărilor operate în cazul principalelor categorii de produse.

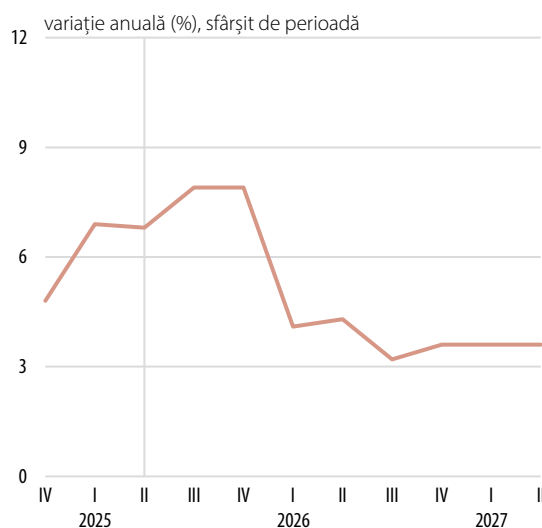
Condițiile climaterice nefavorabile – temperaturi scăzute, vreme ploioasă – de pe parcursul trimestrului II al anului curent au generat presiuni inflaționiste însemnate asupra grupei LFO. Pe acest fundal, dar și pe seama efectelor nefavorabile asociate măsurilor fiscale, dinamica anuală a prețurilor a accelerat vizibil, fiind anticipată a se menține la valori cu două cifre în prima jumătate a intervalului de proiecție (Grafic 4.7, Tabel 4.3). Ca urmare, nivelul pentru finele anului curent a fost revizuit semnificativ ascendent față de runda anterioară. Ulterior, sub ipoteza

⁸⁰ Conform comunicatului INS nr. 37/14 februarie 2023, energia electrică și gazele naturale au fost reincluse în grupa componentelor coșului IPC cu prețuri reglementate, ca urmare a redefinirii caracteristicilor schemelor de plafonare și compensare a tarifelor începând cu 1 ianuarie 2023. 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.

⁸¹ Vor fi afectate mai puternic acele subcomponente asupra cărora se aplică valoarea redusă de TVA (energie termică, apă-canal-salubritate etc.), aceasta fiind majorată de la 5/9 la sută la 11 la sută.

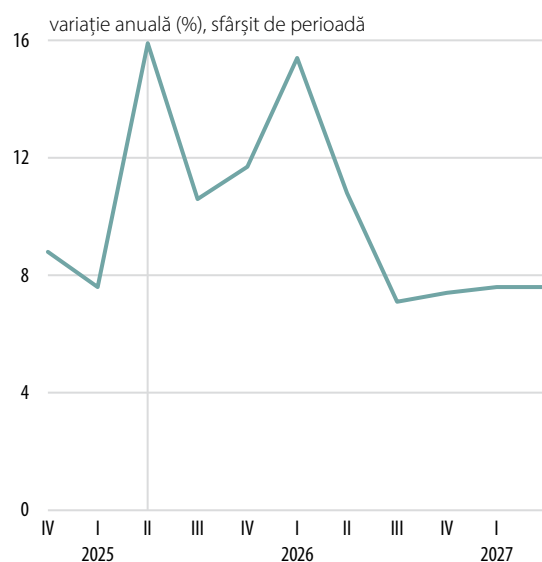
unei recolte agricole normale în 2026-2027, prognoza se plasează la valori similare celor proiectate anterior.

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 prima parte a intervalului proiecției, traiectoria dinamicii anuale a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este grevată de impactul majorării impozitelor indirecte în august 2025 – TVA și accize aplicabile acestor produse⁸². Astfel, traiectoria pentru anul curent a fost revizuită în sus față de *Raportul* din mai. Ulterior, se preconizează o temperare a dinamicii grupei, similară celei proiectate anterior. Evoluția componentei este configurată în principal pe baza majorărilor de accize prevăzute în legislație, dar luând în considerare și comportamentul operatorilor din domeniu privind ajustarea prețurilor finale.

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

Deviația PIB (gapul PIB)

În trimestrul I 2025, PIB real a stagnat în termeni trimestriali⁸³, evoluție doar ușor sub avansul modest prognozat în *Raportul* precedent. Pe latura de utilizare însă divergențele față de proiecția anterioară au fost însemnate. Consumul efectiv al gospodăriilor populației a înregistrat o comprimare trimestrială, în timp ce prognoza prevedea doar o decelerare mai consistentă, iar formarea brută de capital fix a evoluat semnificativ peste așteptări, consemnând un avans excepțional⁸⁴. O altă contribuție

⁸² Acesta este estimat la circa 3,3 puncte procentuale.

⁸³ Conform Comunicatului INS nr. 175 din 10 iulie 2025 aferent datelor PIB provizorii 2

⁸⁴ Dinamica trimestrială a formării brute de capital fix din trimestrul I 2025 a fost de 20,3 la sută, după o scădere de 10,7 la sută în trimestrul anterior. Avansul respectiv reprezintă cea mai puternică creștere din ultimii 18 ani, provenind în trimestrul următor anulării alegerilor prezidențiale și suprapusă intrării în vigoare a măsurilor de consolidare fiscală aferente OUG nr. 156/2024. Totuși, dat fiind caracterul provizoriu al datelor, nu este exclusă o revizuire ulterioară a acestora.

favorabilă a provenit și din partea exporturilor nete, pe fondul dinamicii peste așteptări a exporturilor de bunuri și servicii superioară celei aferente importurilor. În contextul în care contribuțiile la creșterea economică din partea absorbției interne și a exporturilor nete însumează circa 4 puncte procentuale, dinamica nulă a PIB real din trimestrul I 2025 implică o contribuție de o magnitudine de asemenea foarte ridicată, dar de semn opus, din partea componentei reziduale – discrepanța statistică și variația stocurilor –, cu un conținut economic extrem de redus.

Pentru trimestrul II 2025, estimările indică o creștere doar moderată a PIB real. Pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului II 2025 față de cel precedent, comerțul cu amănuntul a înregistrat o comprimare, în timp ce serviciile prestate populației au crescut. La nivelul industriei și al construcțiilor, evoluțiile favorabile ale indicatorilor *hard* au fost suprapuse înrăutățirii perspectivelor surprinse în sondajele de specialitate. Astfel, indicatorul de încredere din sondajul DG ECFIN și toate componentele acestuia au înregistrat deteriorări, pe fondul manifestării efectelor incertitudinii ridicate, asociate atât instabilității politice cauzate de derularea procesului electoral, cât și politicilor comerciale adoptate de administrația SUA.

Pentru trimestrul III 2025, se anticipează o deteriorare mai amplă a activității economice, atribuită în principal consolidării fiscale. Comparativ cu *Raportul* anterior, dinamica PIB din acest trimestru a fost substanțial revizuită în jos. Consumul privat este anticipat să încetinească semnificativ, pe fondul măsurilor de consolidare fiscală asumate de Guvern la începutul lunii iulie și care afectează veniturile disponibile reale ale unor categorii largi de consumatori. Temperarea consumului în trimestrul III 2025 este susținută și de sondajul DG ECFIN din luna iulie, conform căruia perspectivele aferente serviciilor și comerțului se plasează la cel mai pesimist nivel din ultimii circa doi-trei ani, iar cele ale consumatorilor chiar la niveluri mai reduse decât valorile înregistrate în perioada pandemiei. În schimb, încheierea procesului electoral, succedată de formarea noii coaliții de guvernare și configurarea pachetului de măsuri fiscale corective, s-ar putea transpune într-o anumită normalizare a apetitului investițional al agenților economici. În acest sens, în luna iulie s-a evidențiat o îmbunătățire generalizată a indicatorilor financiari⁸⁵, investițiile fiind totuși anticipate a fi grevate în continuare de efectele măsurilor de consolidare fiscală.

În perspectivă anuală, pentru anii 2025 și 2026 se previzionează o evoluție modestă a PIB real, în contrast cu tendința de revenire graduală a creșterii economice preconizată în *Raportul* anterior. Prognoza reflectă, pe de o parte, ritmuri anuale relativ robuste ale PIB potențial și aportul presupus favorabil și în creștere ușoară al fondurilor europene din surse multiple⁸⁶. Pe de altă parte, în sens negativ se pot evidenția: (i) impulsul fiscal puternic restrictiv, revizuit semnificativ în jos pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză, (ii) deficitul cererii externe efective, în restrângere doar graduală spre orizontul proiecției, precum și (iii) caracterul restrictiv al condițiilor monetare reale. Revizuirea în jos a prognozelor pentru anul 2025 și, mai semnificativ, pentru anul 2026, reflectă patru factori principali: (i) măsurile ample din primul

⁸⁵ În prima jumătate a lunii iulie față de trimestrul II 2025, s-au remarcat: reducerea primei de risc suveran approximate prin cotația *Credit Default Swap* (CDS) cu circa 50 de puncte de bază, creșterea cotației BET cu circa 7 la sută și reducerea randamentului titlurilor de stat cu maturitate de 10 ani cu circa 34 de puncte de bază.

⁸⁶ Cadrlul financiar multianual 2021-2027 și programul „Next Generation EU” (2021-2026)

pachet de consolidare fiscală, (ii) perspectivele mai puțin favorabile ale activității economice a partenerilor externi, (iii) evoluția sub așteptări a PIB real în trimestrul I 2025 și (iv) efectele statistice de reportare în cazul dinamicii PIB. Din perspectiva utilizării, creșterea economică pe termen mediu este anticipată a fi în continuare susținută preponderent de cererea internă, însă cu modificări notabile atât în privința intensității acestui aport, cât și a structurii cererii agregate. Noul pachet de consolidare fiscală își propagă efectele mai ales asupra consumului final, componentă a cărei contribuție la creșterea economică este prognozată a fi minoră atât în 2025, cât și în 2026. Astfel, formarea brută de capital fix este așteptată să preia rolul dominant în susținerea activității economice, preponderent pe fondul avansului excepțional de alert din primul trimestru al anului 2025, dar și al aportului favorabil, deși revizuit în jos, al fondurilor europene, inclusiv în contextul renegocierii PNRR, care, din comunicările publice oficiale, a afectat, destul de consistent, componenta de împrumuturi. Contribuția exportului net este proiectată a rămâne ușor negativă în 2025, dar în ameliorare semnificativă față de nivelul din 2024, urmând ca în 2026 să redevină pozitivă. Prognozele pe termen mediu continuă să fie marcate de un nivel ridicat de incertitudine, în special pe plan intern. Aplicarea unui set amplu de măsuri cu efect contracționist are loc într-un context economic deja marcat de o încetinire ciclică vizibilă, ceea ce imprimă politicii fiscale un caracter prociclic accentuat. În aceste condiții, consecințele asupra creșterii economice sunt dificil de anticipat, inclusiv prin comparație cu episoade istorice relativ similare.

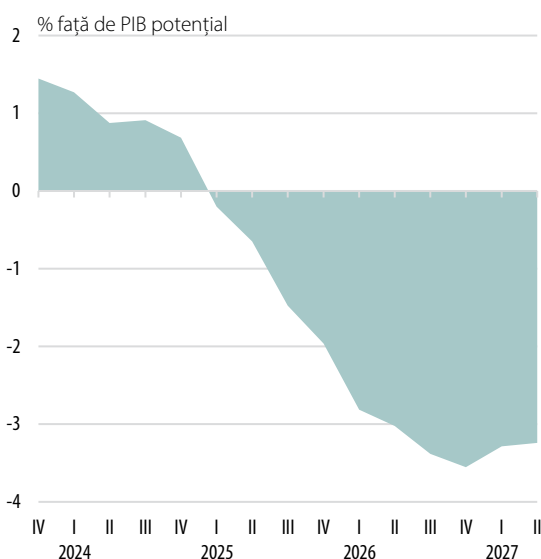
Comparativ cu *Raportul* precedent, creșterea medie anuală a PIB potențial a fost reconfigurată ușor în sens descendent, în contextul ipotezei unui impact mai atenuat din partea finanțărilor asociate programului „Next Generation EU”. Reevaluarea reflectă performanțele modeste ale execuției proiectelor, precum și riscul pronunțat de pierdere a unor sume considerabile din Planul Național de Redresare și Reziliență pe seama unor întârzieri persistente în ceea ce privește îndeplinirea Țintelor și jaloanelor asumate. Cu toate acestea, dinamica medie anuală a indicatorului este proiectată la valori relativ ridicate pe parcursul intervalului de prognoză, susținute inclusiv de revenirea investițiilor de la începutul anului curent.

Principalul resort al dinamicii PIB potențial va rămâne astfel aportul acumulării stocului de capital. Totuși, pe termen mediu, perspectivele aparent favorabile sunt strict condiționate de absorbția și utilizarea eficientă a intrărilor de fonduri de natura investițiilor străine directe și a celor europene. În ambele cazuri, performanța recentă indică o încetinire a intrărilor nete de astfel de fonduri în economia României, esențiale pentru susținerea ritmului investițional necesar menținerii potențialului de creștere. Contribuția trendului TFP este afectată de performanțele relativ modeste ale companiilor în identificarea unor soluții inovative, de aliniere la tendințele de re tehnologizare și eficientizare energetică, precum și de integrare și valorificare a digitalizării în desfășurarea activității acestora⁸⁷. În acest context, impulsivitatea accesării surselor de finanțare susținute prin programele Comisiei Europene ar putea accelera procesul de modernizare și digitalizare a infrastructurii, precum și de consolidare a competențelor digitale, contribuind la creșterea competitivității

⁸⁷ 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.

economiei românești. Aportul forței de muncă este anticipat a rămâne moderat pozitiv, în atenuare graduală pe termen mai lung, pe fondul evoluțiilor demografice adverse din România, în particular reducerea populației în vârstă de muncă, dar și sociale, precum gradul redus de ocupare în rândul tinerilor⁸⁸. La adresa traiectoriei PIB potențial, o sursă semnificativă de incertitudine pe termen mediu o reprezintă impactul consolidării fiscale. Aplicarea unor măsuri de ajustare într-o fază de încetinire ciclică poate afecta negativ investițiile, ocuparea și productivitatea, cu riscuri descendente pentru traiectoria viitoare a PIB potențial.

Grafic 4.8. *Gapul PIB*



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

Traectoria *gapului* PIB a fost revizuită descendent și semnificativ pe tot intervalul de prognoză. În primele trei trimestre ale anului 2025, această revizuire reflectă atât stagnarea activității economice în trimestrul I, față de ușorul avans anticipat anterior, cât mai ales înrăutățirea semnificativă a perspectivei pentru trimestrul III 2025. Ulterior, pe parcursul intervalului de prognoză, *gapul* PIB este estimat la valori semnificativ mai negative decât în *Raportul* precedent, în principal ca urmare a impulsului fiscal prociclic mai restrictiv, asociat noilor măsuri de consolidare fiscală. Potrivit noii traiectorii, *gapul* PIB va continua să se adâncească, atingând un minim în trimestrul IV 2026, urmând apoi o corecție lentă până la orizontul proiecției (Grafic 4.8).

Din perspectiva componentelor, principalul determinant al traiectoriei descendente a *gapului* PIB este *gapul* consumului individual efectiv al

gospodăriilor populației, consolidarea fiscală având un impact considerabil asupra acestei componente, prin diminuarea pronunțată a venitului disponibil real al gospodăriilor populației. *Gapul* consumului este estimat a trece în teritoriu negativ încă din trimestrul III 2025, iar ulterior va continua să se adâncească într-un ritm alert până în trimestrul IV 2026, urmat de o corecție ușoară până la orizontul prognozei. La rândul său, *gapul* pozitiv al FBCF este estimat a se reduce în trimestrele II și III 2025. Ulterior, acesta se va menține la valori pozitive și în creștere ușoară până la orizontul prognozei. Reflectând poziționarea cererii externe efective, *gapul* exporturilor de bunuri și servicii este estimat la valori negative în adâncire ușoară pe parcursul intervalului de prognoză. În linie cu traiectoria *gapului* consumului, *gapul* pozitiv al importurilor se reduce treptat, trece în teritoriu negativ la începutul anului viitor și persistă la valori negative în adâncire până la orizontul proiecției.

Din perspectiva factorilor fundamentali, traiectoria *gapului* PIB reflectă: (i) impulsul fiscal prociclic, care este evaluat a exercita un amplu impact restrictiv ce decurge din măsurile de consolidare fiscală; acest efect este doar parțial atenuat de factori favorabili, precum absorbția anticipată, deși într-un ritm ușor mai atenuat, a fondurilor

⁸⁸ Proportia tinerilor cu vârsta cuprinsă între 16 ani și 29 de ani, care nu au un loc de muncă, nu urmează o formă de învățământ și nici nu participă la activități de formare profesională (indicatorul NEET), a înregistrat în 2024 printre cele mai ridicate valori din perspectivă europeană, 19,4 la sută comparativ cu 11 la sută la nivelul UE.

europene „Next Generation EU” și (ii) adâncirea și persistența *gapului* negativ al cererii externe. În paralel, condițiile monetare reale în sens larg își mențin caracterul restrictiv la adresa activității economice pe tot parcursul intervalului de prognoză, însă impactul acestora asupra traiectoriei *gapului* PIB este unul de ordin secundar în raport cu influențele dominante provenite din partea cererii interne afectate de consolidarea fiscală.

Componentele cererii agregate

Dinamica consumului final al gospodăriilor populației este prognozată să se tempereze vizibil pe parcursul intervalului de proiecție, plasându-se la valori revizuite în jos comparativ cu *Raportul* anterior. Traectoria consumului reflectă reducerea puterii de cumpărare a gospodăriilor populației, în contextul măsurilor precum înghețarea salariilor din sectorul public și a pensiilor, majorarea prețurilor la energie electrică și creșterea impozitelor indirecte, care vor contribui la încetinirea ritmului de creștere a venitului disponibil real, cu posibilitatea chiar a unei contracții a indicatorului în anul 2026.

Pe parcursul intervalului de prognoză, formarea brută de capital fix este anticipată să consemneze ritmuri modeste de creștere, reevaluate semnificativ în jos comparativ cu *Raportul* anterior. Această revizuire reflectă reducerea planificată a cheltuielilor publice de capital și o absorbție sub așteptări a fondurilor europene, în condițiile în care apropierea termenului-limită de eligibilitate pentru programul „Next Generation EU” – luna august 2026 – restrânge considerabil fereastra de timp disponibilă pentru mobilizarea unor investiții private semnificative. În pofida unei percepții relativ stabile din partea agențiilor de rating⁸⁹, pe termen mediu, persistă incertitudini privind ritmul efectiv al consolidării bugetare, amploarea impactului economic al pachetului de măsuri fiscale, arhitectura finală a Planului Național de Redresare și Reziliență, precum și, în mod esențial, privind capacitatea de absorbție de către autorități a acestor fonduri. Totodată, planurile de investiții ale companiilor ar putea fi reevaluate semnificativ în cazul adoptării unor măsuri suplimentare de consolidare fiscală care ar viza, de exemplu, modificări suplimentare ale regimului de impozitare.

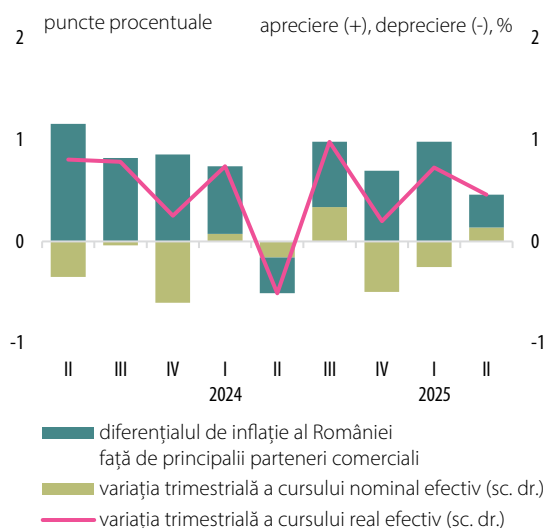
În contextul unei creșteri modeste a cererii externe, exporturile de bunuri și servicii sunt preconizate a înregistra dinamici moderate pe tot parcursul intervalului de proiecție. Cursul de schimb real efectiv, calculat prin deflatare cu dinamica IPC din România și țările partenere, este anticipat să rămână supraevaluat până la orizontul prognozei, afectând competitivitatea prin preț a produselor românești, deși presiunile asociate se vor atenua treptat. Traectoria prognozată a exporturilor de bunuri și servicii rămâne expusă unor riscuri semnificative. Deși acordul de principiu recent dintre SUA și UE a redus parțial incertitudinile comerciale, noile niveluri tarifare consfințite sunt mai ridicate decât cele în vigoare în urmă cu câteva luni și pot accelera reconfigurarea lanțurilor valorice globale (engl. *reshoring, friend-shoring*). Aceste transformări afectează direcția și volumul fluxurilor comerciale internaționale, cu efecte asupra exporturilor. Dinamica importurilor de bunuri și servicii este anticipată să se tempereze notabil pe parcursul intervalului de prognoză, reflectând

⁸⁹ Agenția de rating Standard & Poor's a confirmat în data de 23 iulie ratingul suveran al României la nivelul BBB-/A-3 și a menținut perspectiva negativă.

în principal evoluția strâns corelată cu cea a consumului, în contextul măsurilor de consolidare fiscală, care vor afecta venitul disponibil real al unei categorii largi de consumatori. În aceste condiții, aportul exportului net la creșterea economică rămâne ușor negativ în 2025, dar în ameliorare semnificativă față de nivelul din 2024, urmând ca în 2026 să redevină pozitiv.

Pachetul de consolidare fiscală este anticipat a se reflecta și asupra dezechilibrului extern, atenuarea dinamicii importurilor de bunuri și servicii, semnificativ sub media istorică, conducând la corecția deficitului de cont curent atât în anul 2025, cât și în 2026. Având în vedere corelația istorică structurală dintre evoluția deficitului bugetar și cea a celui de cont curent, este de așteptat ca ajustarea celui din urmă să fie de o amplitudine mai redusă decât corecția anticipată a deficitului bugetar. În aceste condiții, gradul de finanțare din surse stabile, non-generatoare de datorie externă, este anticipat a beneficia de asemenea de pe urma corecției deficitului de cont curent. Acesta este evaluat a înregistra însă valori relativ reduse, deși în creștere treptată pe parcursul intervalului de proiecție. Tabloul economic conturat în runda curentă relevă atenuarea în 2025 a ponderii în PIB a investițiilor directe, inclusiv în contextul unui efect de inhibare presupus al măsurilor fiscale asupra acestora, la care se adaugă și persistența tensiunilor geopolitice regionale, care pot afecta percepția de risc investițional. În plus, performanța economică modestă anticipată în principalele economii din Uniunea Europeană, totodată și surse majore de intrări de ISD în România – contribuie la conturarea unui cadru mai puțin favorabil pentru atragerea acestui tip de fluxuri investiționale. Pentru anul 2026 se preconizează menținerea acestei ponderi la un nivel similar celui din anul anterior.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

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 bilanșului agenților economici.

Scenariul de bază prevede menținerea caracterului restrictiv al condițiilor monetare reale în sens larg pe tot parcursul intervalului de prognoză. În structura acestora, cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.9) va continua să imprime efecte restrictive competitivității prin preț a produselor românești⁹⁰, în scădere graduală, dar cu un impact încă semnificativ transmis prin intermediul

canalului exporturilor nete. În perioada recentă, gradul de supraevaluare a leului

⁹⁰ Modificarea cotei TVA și a nivelului accizelor nu a 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.

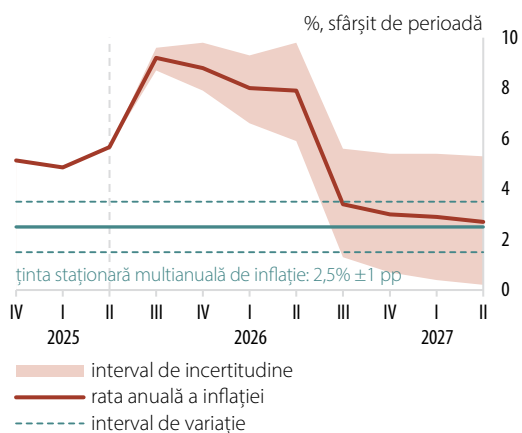
a fost amplificat de o depreciere atipică a dolarului SUA în raport cu euro pe piețele internaționale, care s-a reflectat într-o apreciere semnificativă a leului față de dolar. Această evoluție de natură exogenă, asupra căreia autoritățile naționale dispun de un spațiu de reacție inerent limitat, a afectat evaluarea *gapului* cursului real în punctul de start al proiecției, repoziționare care influențează întreaga traiectorie a indicatorului pe termen mediu. La rândul lor, ratele reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt evaluate a exercita un efect ușor stimulat asupra condițiilor monetare reale în sens larg, în atenuare treptată pe parcursul intervalului de proiecție. Această evoluție este prognozată în contextul revizuirii în sens ascendent a traiectoriei anticipațiilor inflaționiste, parțial contrabalansată de creșterea recentă a ratelor dobânzilor nominale.

Efectul de avuție și de bilanț este așteptat a rămâne la valori restrictive, însă în diminuare graduală, pe tot parcursul intervalului de proiecție. În structură, dinamica acestuia reflectă tendința de scădere a ratei reale a dobânzii externe – EURIBOR la 3 luni –, ca urmare a reducerii treptate a celei nominale, cu o influență parțial contrabalansată de declinul anticipațiilor privind inflația din zona euro. Prima de risc suveran a României a înregistrat recent o corecție descendentă, în contextul anunțării unui prim set de măsuri de consolidare fiscală. În consecință, prima de risc este proiectată să exercite un efect ușor restrictiv, dar în diminuare treptată, reflectând așteptările de ajustare graduală atât a deficitului bugetar, cât și a celui de cont curent. Impactul dinamicii *gapului* cursului de schimb real efectiv al leului prin intermediul efectului de avuție și de bilanț este cvasineutru.

2. Riscuri asociate proiecției

O parte dintre riscurile semnalate în *Raportul* precedent s-au materializat, conducând la revizuirile ample ale prognozei ratei anuale a inflației IPC. Cu toate acestea, balanța riscurilor la adresa acestui indicator (Grafic 4.10) este evaluată a rămâne înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria din scenariul de bază.

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



Un element central al setului de riscuri descris în *Raportul* din mai s-a concretizat odată cu adoptarea unui prim pachet consistent de măsuri de consolidare fiscală. Contextul economic deja marcat de o încetinire ciclică vizibilă imprimă politici fiscale un caracter puternic prociclic, amplificând incertitudinile legate de amploarea efectului acestui pachet asupra ritmului de creștere economică. În același timp, majorările de impozite indirecte operate sunt susceptibile să alimenteze presiuni inflaționiste suplimentare prin canalul așteptărilor, însă amploarea și probabilitatea acestor efecte sunt diminuate, similar unor episoade istorice asemănătoare, de comportamentul prudent al companiilor în fața unei cereri agregate afectate

puternic de măsurile fiscale și care este puțin probabil să poată absorbi noi majorări de prețuri. Incertitudinea privind efectul net al acestor influențe divergente este amplificată de riscurile asociate orientării viitoare a politicii fiscale. Pe de o parte, nu sunt excluse noi ajustări ale unor impozite indirecte; pe de altă parte, scenariul unor majorări de cheltuieli, prin indexări de pensii și/sau salarii în a doua jumătate a anului 2026, rămâne de asemenea plauzibil. Astfel de măsuri ar putea reduce gradul de restrictivitate al politicii fiscale și, implicit, efectele dezinflaționiste exercitate prin canalul cererii agregate în a doua jumătate a intervalului de prognoză, în raport cu evaluările din scenariul de bază.

Persistă incertitudini legate de capacitatea de a atrage fondurile europene în volumele și la termenele asumate inițial, riscuri amplificate de lipsa unor coordonate aprobate formal ale Planului Național de Redresare și Reziliență. De altfel, potrivit comunicărilor recente ale autorităților, România este în situația de a fi pierdut accesul la un volum de circa 7 miliarde de euro din împrumuturile disponibile în cadrul PNRR. În același timp, măsurile recent adoptate sunt de așteptat să contribuie la restabilirea credibilității României și la îmbunătățirea percepției investitorilor și agenților de rating, efecte care depind însă de continuarea implementării consecvente a reformelor necesare pentru înscrierea deficitelor pe o traiectorie sustenabilă de ajustare.

În actualul context global, se menține relevant și riscul unei eventuale încetiniri a activității economice de pe plan internațional, posibil alimentate de intensificarea tensiunilor geopolitice, inclusiv a celor de natură comercială. Totuși, acordul de principiu recent dintre SUA și UE contribuie la atenuarea unei părți din incertitudinea generată de escaladarea protecționismului comercial și, în plus, nu se abate semnificativ de la ipotezele de lucru deja incluse în scenariul de bază al proiecției.

O deteriorare suplimentară a cererii externe ar putea avea drept resort și creșterea aversiunii la risc, pe măsură ce conflictele geopolitice din proximitatea României tind să se permanentizeze, iar perspectivele unor soluții diplomatice durabile rămân fragile. În schimb, o eventuală revigorare a activității economice ar putea fi susținută de programele publice de investiții în infrastructură și în capacități de apărare. La nivel european, incertitudini decurg din asigurarea necesarului de finanțare pentru implementarea Planului *Readiness 2030*, în condițiile în care efortul de consolidare fiscală necesar pentru menținerea sustenabilității bugetare și a datoriei publice se menține ridicat.

Un alt canal de risc derivă din escaladarea tensiunilor geopolitice, în special în Orientul Mijlociu, cu potențial de perturbare a fluxurilor comerciale internaționale. Aceste disfuncționalități ar putea ocasiona noi majorări de prețuri, în special ale bunurilor energetice. În cazul prețului petrolului, riscuri ascendente provin și din sancțiunile recente adoptate împotriva Rusiei. În sens contrar ar putea acționa continuarea majorării producției de către membrii OPEC+.

În paralel, sancțiuni suplimentare au vizat și tranzacțiile cu gaze naturale tranzitate prin intermediul conductelor *Nord Stream*. Acestea au potențialul de a ocasiona noi creșteri ale prețurilor, în special în eventualitatea întâmpinării unor dificultăți de a

satisface o cerere crescută pe fondul unor noi episoade de temperaturi reduse în ultima parte a anului. În cazul României, evoluția viitoare a schemei de plafonare a prețului gazelor naturale, în prezent în vigoare până la finele lunii martie 2026, este incertă. Configurația acestei scheme ar putea fi revizuită încă din cursul anului 2025, pentru a răspunde cerințelor autorităților europene privind eliminarea restricțiilor impuse producătorilor interni.

Riscuri suplimentare în planul ofertei sunt asociate și evoluției prețurilor bunurilor agroalimentare, în contextul frecvenței crescute a fenomenelor climatice extreme din ultimii ani. Aceste condiții pot afecta producția agricolă și pot conduce la noi creșteri de prețuri. Pe termen mediu, presiuni inflaționiste suplimentare ar putea rezulta și din costurile tot mai ridicate asociate tranziției către o economie verde.

Nu în ultimul rând, coordonatele viitoare ale pieței muncii își reconfirmă importanța. Revendicări salariale suplimentare ar putea fi determinate atât de majorările recente de prețuri, în vederea refacerii puterii de cumpărare a populației, cât și de caracteristicile structurale persistente ale pieței muncii, care rămâne relativ tensionată. Cu toate acestea, impactul eventualelor majorări salariale ar putea fi atenuat, cel puțin temporar, de diminuarea cererii interne.

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
IVU	indicele valorii unitare
LF	legume, fructe
LFO	legume, fructe, ouă
MF	Ministerul Finanțelor
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
PNRR	Planul Național de Redresare și Reziliență
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	47
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	49
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	52
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază	54
Tabel 4.3	Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC	56

Lista graficelor din text

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Prețurile pentru legume și fructe	16
Grafic 1.3	Cotația țițeiului și prețul combustibililor	16
Grafic 1.4	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	16
Grafic 1.5	CORE momentum	17
Grafic 1.6	Anticipații privind evoluția prețurilor	17
Grafic 1.7	IAPC mediu anual în UE – iun. 2025	17
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	18
Grafic 2.2	Consumul populației	19
Grafic 2.3	Investiții	21
Grafic 2.4	Comerț exterior	22
Grafic 2.5	Contul curent	23
Grafic 2.6	Efectivul salariaților din economie	24
Grafic 2.7	Evoluția salariului mediu brut pe economie	24
Casetă		
Grafic A	Gradul de tensionare a pieței muncii	25
Grafic B	Indicele deficitului de forță de muncă pe grupe ocupaționale	26
Grafic C	Indicatori relevanți privind educația pe parcursul vieții	28
Grafic D	Fluxul migranților	30
Grafic E	Fluxuri migratorii internaționale în și din România, 2023	30
Grafic F	Tendențe demografice	31
Grafic 2.8	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	33
Grafic 2.9	Prețurile producției industriale pentru piața internă	35
Grafic 2.10	Prețurile producției agricole	36

Grafic 2.11	Costurile unitare cu forța de muncă	36
Grafic 2.12	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie	37
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	38
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	44
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	44
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	45
Grafic 3.5	Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației	46
Grafic 3.6	Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare	46
Grafic 3.7	Cursul de schimb nominal	47
Grafic 3.8	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	48
Grafic 3.9	Principalele componente ale masei monetare	49
Grafic 3.10	Creditul acordat sectorului privat pe monede	50
Grafic 3.11	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	50
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	53
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	54
Grafic 4.3	Descompunerea ratei anuale a inflației IPC, diferențe față de <i>Raportul</i> precedent	55
Grafic 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	56
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale	57
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. gaze naturale)	58
Grafic 4.7	Inflația anuală a prețurilor LFO	58
Grafic 4.8	<i>Gapul</i> PIB	61
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	63
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	64

