



BANCA  
NAȚIONALĂ  
A ROMÂNIEI

# Raport asupra inflației

## august 2024

Anul XX, nr. 77

# Raport asupra inflației

## August 2024

## **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)

ISSN 1584-093X (versiune HTML)

# Cuvânt înainte

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

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

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

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

*Raportul asupra inflației* a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 7 august 2024, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 31 iulie 2024.

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



# Cuprins

Sinteză	7
<hr/>	
1. Evoluția inflației	16
<hr/>	
2. Evoluții ale activității economice	20
<hr/>	
1. Cererea și oferta	20
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	28
2.1. Prețurile de import	28
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	30
<hr/>	
3. Politica monetară și evoluții financiare	33
<hr/>	
1. Politica monetară	33
2. Piețe financiare și evoluții monetare	38
2.1. Ratele dobânzilor	38
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	41
2.3. Moneda și creditul	43
<hr/>	
4. Perspectivele inflației	46
<hr/>	
1. Scenariul de bază	46
1.1. Ipoteze externe	46
1.2. Perspectivele inflației	48
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	53
Casetă. Efectul deficitului de forță de muncă asupra dinamicii salariale și numărului de angajați	55
2. Riscuri asociate proiecției	61
<hr/>	
Abrevieri	64
Lista tabelor din text	65
Lista graficelor din text	65



# Sinteză

## Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC s-a reînscris pe un trend descrescător în trimestrul II 2024, atingând în luna iunie 4,94 la sută, nivel inferior cu 1,67 puncte procentuale celui consemnat în luna martie. Totodată, o serie de evoluții favorabile, neanticipate, în special pe segmentul prețurilor la utilități (gaze naturale) de pe parcursul trimestrului II, au plasat indicatorul în luna iunie cu 1,1 puncte procentuale sub nivelul prognozat în precedentul *Raport asupra inflației*. Circa jumătate din progresul înregistrat în planul dezinflației în trimestrul II se datorează componentelor exogene. În cazul gazelor naturale și al energiei electrice, s-au remarcat atât condițiile prielnice de pe piețele *en gros* de profil, cât și o serie de modificări legislative care au permis reducerea prețurilor pentru consumatorii casnici. În cazul combustibililor, deși lunile trimestrului II au fost marcate de fluctuații în ambele sensuri ale prețului petrolului, la finele perioadei, dinamica anuală a componentei a fost inferioară celei din luna martie. La rândul său, rata anuală a inflației de bază s-a redus într-un ritm apropiat celui consemnat în trimestrul I, respectiv cu 1,4 puncte procentuale, toate cele trei subgrupe ale indicelui contribuind într-o manieră relativ similară la dezinflație.

Rata medie anuală a inflației, indicator cu un grad inerent mai ridicat de persistență, și-a continuat parcursul descrescător în trimestrul II, coborând la 7,2 la sută în cazul indicelui calculat conform metodologiei naționale (IPC) și, respectiv, la 7,3 la sută în cazul indicatorului calculat conform structurii armonizate (IAPC). Astfel, corecția de pe parcursul trimestrului II a fost de 1,3 puncte procentuale în cazul primului indicator și, respectiv, de 1 punct procentual în cazul celui de-al doilea. Ecartul față de inflația medie din UE, de 3,7 puncte procentuale, s-a menținut în apropierea celui consemnat la finele trimestrului precedent și reflectă în continuare un proces dezinflaționist mai lent în cazul României.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a consemnat un parcurs continuu descendent în semestrul I 2024, dar cu o încetinire a ritmului dezinflației. În iunie, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a coborât la 5,7 la sută, nivel inferior cu 0,2 puncte procentuale proiecției din precedentul *Raport asupra inflației*. În trimestrul II, toate cele trei grupe ale indicelui au contribuit, în mod relativ echilibrat, la dezinflație. Cu toate acestea, nivelurile atinse de cele trei subcomponente rămân puternic divergente. Progresul cel mai amplu a fost consemnat în cazul bunurilor alimentare, a căror dinamică anuală a coborât până la 2,1 la sută. În schimb, deși pe segmentele bunurilor nealimentare și serviciilor dezinflația a accelerat comparativ cu trimestrele anterioare, ratele anuale ale indicatorilor sunt în continuare ridicate (8,6 la sută și, respectiv, 8 la sută în iunie). Evoluțiile reflectă contextul relativ favorabil din perspectiva costurilor materiale de producție, disiparea influențelor inflaționiste de pe filiera prețurilor de import, ambele relevante pentru grupa produselor nealimentare, dar și o temperare a cererii



pe segmentul serviciilor de piață. În sens favorabil au acționat și așteptările privind inflația, atât cele pe termen scurt ale agenților economici, cât și cele pe termen mediu formulate de analiștii bancari. În schimb, factori precum presiunea costurilor salariale și manifestarea unui excedent de cerere continuă să îngreuneze procesul dezinflaționist al acestor componente, imprimând inflației de bază o traiectorie lent descrescătoare.

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a înregistrat o nouă accelerare în trimestrul I 2024, până la 21,6 la sută (față de 15,4 la sută în intervalul anterior), în contextul în care încetinirea activității economice nu a fost însoțită de ajustări la nivelul ocupării forței de muncă sau al remunerării. Astfel, productivitatea muncii a scăzut cu 3,3 la sută în termeni anuali, iar ritmul remunerării pe salariat, deși a încetinit, a rămas ridicat (17,6 la sută, -0,9 puncte procentuale față de trimestrul IV 2023), generând în continuare presiuni inflaționiste pe această filieră. În industrie, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare s-a temperat până la 14,4 la sută în perioada aprilie-mai, de la 18,1 la sută în precedentele două trimestre, pe fondul unui volum modest al producției, corelat cu trenarea cererii externe. Atenuarea dinamicii costurilor salariale unitare a fost cvasigeneralizată, ramurile industriale care au înregistrat încă variații mai ample (peste 20 la sută) fiind sectorul băuturilor, prelucrarea țițeiului, fabricarea cauciucului și a maselor plastice și industria produselor electronice.

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

În ședința din 13 mai 2024, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută pe an. Ratele dobânzilor facilităților permanente au fost, de asemenea, menținute la 6,00 la sută pe an în cazul celei de depozit și la 8,00 la sută pe an în cazul celei de creditare. Rata anuală a inflației a revenit în martie la nivelul de la finele anului trecut (6,61 la sută), în condițiile în care creșterile de dinamică consemnate pe ansamblul trimestrului I 2024 de prețurile energiei electrice, combustibililor și produselor din tutun au fost contrabalansate ca impact de decelerarea inflației de bază și de descreșterea dinamicii prețurilor LFO. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să se reducă în primele trei luni din anul 2024, dar mai lent decât în precedentele două trimestre. Decelerarea a avut ca determinanți și în acest interval efecte de bază dezinflaționiste, corecții ale cotațiilor mărfurilor agroalimentare și măsura de plafonare a adaosului comercial la produse alimentare de bază, precum și dinamica în scădere a prețurilor importurilor. Impactul acestor factori a fost atenuat de efectele măsurilor fiscale aplicate în debutul anului curent și de nivelul mărit al anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt. Aceștia li s-au alăturat influențele creșterilor de costuri salariale consemnate spre finele anului trecut, care au fost transferate, cel puțin parțial, asupra prețurilor unor servicii și bunuri nealimentare, inclusiv pe fondul redinamizării consumului privat.

Incertitudini și riscuri însemnate la adresa perspectivei inflației erau asociate conduitei politicii fiscale și de venituri, având în vedere, pe de o parte, execuția bugetară din primele trei luni ale anului, dinamica salariilor din sectorul public și impactul integral al noii legi a pensiilor, iar pe de altă parte, măsurile fiscal-bugetare suplimentare ce ar

putea fi implementate în perspectivă în vederea continuării consolidării bugetare, inclusiv în contextul procedurii de deficit excesiv și al condiționalităților atașate altor acorduri încheiate cu CE. O altă sursă de incertitudini și riscuri însemnate o constituiau, de asemenea, condițiile de pe piața muncii și dinamica salariilor din economie. Adițional, incertitudini și riscuri la adresa perspectivei activității economice, implicat a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau să genereze războiul din Ucraina și conflictul din Orientul Mijlociu, precum și evoluțiile economice din Europa, îndeosebi din Germania. Totodată, absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, este condiționată de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte. Aceasta este însă esențială pentru realizarea reformelor structurale necesare, inclusiv a tranziției energetice, dar și pentru contrabalansarea, cel puțin parțială, a efectelor contracționiste ale conflictelor geopolitice. Relevante rămăneau, de asemenea, perspectivele conduitei politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

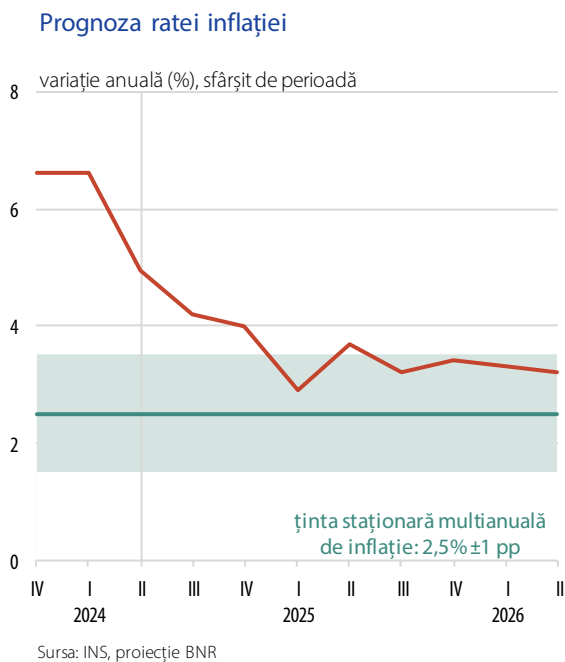
Ulterior, rata anuală a inflației și-a accelerat scăderea în primele două luni ale trimestrului II 2024, coborând la 5,12 la sută în luna mai, sub nivelul prognozat, în principal ca urmare a ieftinirii substanțiale a energiei, îndeosebi a gazelor naturale, sub influența modificărilor legislative aplicate începând cu luna aprilie, precum și pe fondul continuării descreșterii dinamicii prețurilor alimentelor. Concomitent, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să scadă gradual, în linie cu previziunile, reducându-se la 6,3 la sută în luna mai, de la 7,1 la sută în martie 2024. Decelerarea a avut ca determinanți și în acest interval efecte de bază dezinflaționiste și corecții ale cotațiilor mărfurilor agroalimentare. Influențe suplimentare au decurs din scăderea dinamicii prețurilor importurilor și din reintrarea pe un trend ușor descendent a așteptărilor inflaționiste pe termen scurt. În sens opus au acționat moderat noile majorări de costuri unitare cu forța de muncă consemnate în primele luni ale anului curent, transferate, cel puțin parțial, asupra prețurilor unor bunuri și servicii, inclusiv pe fondul unei cereri de consum robuste și în creștere puternică în aprilie. La rândul său, activitatea economică crescuse în trimestrul I 2024 mai puțin decât s-a anticipat, după comprimarea în trimestrul IV 2023, astfel încât excedentul de cerere agregată a continuat probabil să se restrângă în acest interval, contrar așteptărilor. Totodată, față de trimestrul corespunzător din anul precedent, avansul PIB s-a redus semnificativ în trimestrul I 2024, la 0,1 la sută, de la 3 la sută în precedentele trei luni. Descreșterea a fost determinată de această dată în principal de formarea brută de capital fix, a cărei dinamică anuală a înregistrat o scădere deosebit de amplă, de la nivelul foarte ridicat de două cifre atins în trimestrul IV 2023, în timp ce consumul gospodăriilor populației a continuat să accelereze în termeni anuali. La rândul său, evoluția exportului net și-a mărit influența contracționistă în trimestrul I 2024, pe fondul majorării ușoare a ecartului dintre variația pozitivă a volumului importurilor de bunuri și servicii și cea a volumului exporturilor, care a rămas în teritoriul negativ. Deficitul balanței comerciale și-a menținut totuși constantă dinamică anuală, iar cel de cont curent și-a redus-o considerabil față de trimestrul precedent, dată fiind și accelerarea puternică a creșterii excedentului balanței veniturilor secundare în acest interval, în principal pe seama intrărilor de fonduri europene de natura transferurilor curente.

La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 5 iulie 2024, cele mai noi evaluări indicau că rata anuală a inflației va continua să scadă în următoarele luni pe o traiectorie semnificativ mai joasă decât cea evidențiată în prognoza pe termen mediu din luna mai 2024, în principal sub influența efectelor de bază și a modificărilor legislative din domeniul energiei, precum și pe fondul decelerării creșterii prețurilor importurilor și al ajustării descendente graduale a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt. Factorii de risc și incertitudine identificați anterior rămăneau relevanți.

Având în vedere evaluările și datele disponibile în acel moment și perspectiva continuării scăderii ratei anuale a inflației în următoarele luni pe o traiectorie semnificativ mai joasă decât cea anticipată anterior, dar și în condițiile incertitudinilor încă ridicate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,75 la sută pe an, de la 7,00 la sută pe an, începând cu data de 8 iulie 2024. Totodată, s-a decis reducerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard) la 7,75 la sută pe an, de la 8,00 la sută pe an, și reducerea ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 5,75 la sută pe an, de la 6,00 la sută pe an. 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

Economia globală își continuă redresarea în urma multiplelor șocuri suprapuse de natura ofertei. În ultimele trimestre, deși creșterea economică globală a încetinit, aceasta a manifestat reziliență. În același timp, s-au consemnat corecții ale ratelor



inflației, cu progrese remarcabile raportat la valorile atinse la apogeul crizei. În zona euro, inflația a continuat să fie un subiect care generează preocupare, indicatorul continuând să fie marcat de șocurile de pe partea ofertei și, respectiv, de persistența dinamicii prețurilor serviciilor. Totodată, activitatea economică din regiune a etalat semne de redresare, însă aceasta a fost inegal distribuită la nivelul sectoarelor și, totodată, moderată, date fiind condițiile financiare care se mențin restrictive și multiplele incertitudini geopolitice.

Astfel, se conturează perspectiva unei redresări economice relativ graduale în următorii ani, influențată inclusiv de inflația persistentă și de ajustările lente de pe piețele forței de muncă. În plus, tendințele de fragmentare geoeconomică de la nivel global, precum și continuarea, atât în Europa, cât și

în regiuni geografice importante, a „superciclului” electoral, cu numeroase runde succesive de alegeri programate în acest an contribuie, de asemenea, la persistența unor niveluri ridicate ale incertitudinii în plan economic.

În economiile din Europa Centrală și de Est, inclusiv în România, dinamica inflației s-a plasat atât sub spectrul factorilor cu acțiune globală, cât și al politicilor adoptate pe plan local. În particular, România se confruntă cu o politică fiscală ce necesită o serie de ajustări în vederea atingerii unui deficit bugetar sustenabil. În condițiile în care țara noastră continuă să se afle în procedura de deficit excesiv, aplicarea măsurilor de ajustare este esențială atât pentru a evita escaladarea dezechilibrelor macroeconomice, cât și pentru a asigura sustenabilitatea fiscală pe termen mediu și lung.

Astfel, perspectivele economice globale și regionale rămân fragile, pe alocuri divergente și, în plus, sunt marcate de riscuri semnificative. În mod special pentru economiile emergente, riscuri sunt asociate unei potențiale volatilități a fluxurilor de capitaluri, aflate în conexiune inclusiv cu calibrarea politicilor monetare ale principalelor bănci centrale de la nivel mondial. Din toate aceste motive, o abordare prudentă în gestionarea politicilor economice este esențială pentru a asigura o redresare economică sustenabilă și, respectiv, pentru atingerea, pe termen mediu, a țintelor de inflație.

În *Raportul asupra inflației* din luna mai, prognozele sugerau faptul că slăbirea activității economice interne din trimestrul IV 2023 este doar una tranzitorie. Această evaluare a fost confirmată de datele publicate ulterior de INS și care au indicat o revenire a dinamicii PIB la valori pozitive în trimestrul I, respectiv 0,7 la sută. Cu toate acestea, principalele componente ale cererii interne au consemnat evoluții sub așteptări, consumul populației înregistrând o cvasistagnare față de trimestrul anterior, iar formarea brută de capital fix (FBCF) chiar o contracție trimestrială. De asemenea, revenirea mai alertă la începutul acestui an a activității economice a partenerilor comerciali din zona euro a fost însoțită de o atenuare ușoară a contribuției negative a exporturilor nete la creșterea economică din România. În corelație cu aceste evoluții, deviația pozitivă a PIB și-a continuat și în trimestrul I traiectoria de scădere consemnată pe tot parcursul anului anterior, urmând să atingă în următoarele două trimestre valori similare celor estimate în *Raportul* precedent. În condițiile în care România a continuat să înregistreze deficite bugetare excesive, iar până la finalizarea analizei autoritățile nu au anunțat un pachet de măsuri de consolidare fiscală, excedentul de cerere agregată este anticipat a se menține pe tot parcursul intervalului de opt trimestre al proiecției.

În trimestrul I, FBCF a înregistrat o contracție trimestrială, având ca principal resort evoluția sub așteptări a activității din sectorul construcțiilor. La parcursul FBCF a contribuit, probabil, și epuizarea fondurilor europene din cadrul financiar 2014-2020, o rată de absorbție de peste 90 la sută fiind atinsă la finele anului trecut. Evoluția s-a oglindit și în dinamica investițiilor publice, finanțate în prima parte a anului preponderent din surse proprii și împrumutate și în mult mai mică măsură din fonduri europene. În plus, deși autoritățile române au încasat, cumulativ de la începutul programului, aproximativ 9,4 miliarde euro din fondurile PNRR, utilizarea efectivă a acestora în derularea de programe investiționale a fost relativ modestă, evaluată la aproximativ 20 la sută din totalul fondurilor atrase. În schimb, surse consistente de finanțare au rămas investițiile străine directe, în creștere apreciabilă a intrărilor

comparativ cu anul trecut, însă pe o structură care favorizează, conform celor mai recente date, instrumentele de natura datoriilor în defavoarea participațiilor la capital.

În pofida unei cvasistagnări consemnate în trimestrul I, dinamica consumului privat este de așteptat să revină la ritmuri consistente de creștere începând din trimestrul II, iar pe ansamblul anului, componenta să redevină principalul determinant al creșterii economice. În acest sens, premisele refacerii puterii de cumpărare a populației s-au conturat încă de pe parcursul anului trecut și urmează să se consolideze și chiar să se amplifice în perspectivă. Astfel, continuarea dezinflației, efectele induse de o piață a muncii care se menține robustă, aportul consistent al politicilor salariale din sectorul public, precum și majorările ample ale transferurilor sociale prevăzute pentru semestrul II (de exemplu, noua lege a pensiilor), sunt de așteptat să sprijine o expansiune continuă a cererii interne și a consumului privat. Deși creșterea anticipată a veniturilor reale va permite o mai mare flexibilitate în derularea de către populație a cheltuielilor de consum, contribuind la impulsivitatea activității economice, în perspectivă este esențială reechilibrarea cât mai rapidă a dinamicii salariale, deja extrem de consistentă, cu cea a productivității muncii. Pe termen mediu, acest proces este esențial nu doar pentru a facilita revenirea treptată a ratei inflației către țintă, ci și pentru a evita pierderi suplimentare de competitivitate externă ale economiei românești.

În 2023, deficitul de cont curent s-a corectat cu aproximativ 2,2 puncte procentuale față de anul 2022, cuantumului acestuia coborând la 7 la sută din PIB. Ulterior, pe parcursul anului curent, datele statistice au indicat o inversare a trendului descendent al indicatorului, cu contribuții mai puțin favorabile asociate majorității subcomponentelor, singura excepție notabilă fiind grupa veniturilor secundare. În dinamică, o parte din evoluția recentă a deficitului extern poate fi asociată inclusiv unor efecte sezoniere care afectează unele componente, însă evaluările cantitative indică o predominanță a cauzelor structurale în explicarea evoluției acestuia. Astfel, componenta „turism”, cu determinanți preponderent sezonieri, și-a majorat și în acest an poziția deficitară și, astfel, contribuția negativă la deficitul de cont curent. În schimb, alte componente, de pildă, plățile nete de venituri în contul investițiilor de portofoliu, care au reprezentat, conform datelor pentru luna mai, aproximativ 15 la sută din întregul deficit de cont curent, reflectă un necesar structural sporit de finanțare a deficitului bugetar și a datoriei publice. În aceste condiții, noi ajustări mai consistente ale deficitului extern sunt strict condiționate de cele ale deficitului bugetar și, în particular, de readucerea cât mai rapidă a acestuia în linie cu țintele specificate în cadrul procedurii de deficit excesiv. Bineînțeles, progrese notabile în corecția deficitului extern depind inclusiv de o revenire mai consistentă a activității economice a partenerilor comerciali din UE, însă progresul consemnat până în prezent este unul încă destul de lent.

Conform scenariului de bază actualizat, ulterior valorii de 4,94 la sută consemnate în luna iunie 2024, rata anuală a inflației IPC va urma o traiectorie preponderent descrescătoare, având două caracteristici notabile. În primul rând, ritmul dezinflației este de așteptat să încetinească atât în 2024, cât mai ales în 2025 și 2026. În al doilea rând, traiectoria ratei anuale a inflației IPC va fi marcată de unele oscilații de ritm, determinate în principal de manifestarea unor efecte de bază – de exemplu, proiecția

prezintă un punct de minim la sfârșitul trimestrului I 2025, de 2,9 la sută, determinat de ieșirea din calculul ratei anuale a inflației a creșterii unor impozite indirecte (TVA și accize) în luna ianuarie 2024. Ulterior, odată cu epuizarea efectelor de bază, dinamica indicatorului se stabilizează, din trimestrul III 2025, în partea superioară a intervalului țintei, însă fără a depăși valoarea de 3,5 la sută. Astfel, rata anuală a inflației IPC ar urma să înregistreze 4 la sută în decembrie 2024, 3,4 la sută în decembrie 2025 și 3,2 la sută în luna iunie 2026 (orizontul proiecției). Inclusiv în contextul recent, care a implicat un proces dezinflaționist mai consistent din partea majorității subcomponentelor coșului, noua traiectorie proiectată a ratei anuale a inflației IPC se poziționează pe un palier mai redus comparativ cu cea din ultimul *Raport*, fiind inferioară cu 0,9 puncte procentuale în decembrie 2024 și cu 0,2 puncte procentuale în decembrie 2025.

Pe tot parcursul proiecției, principalul determinant al scăderii ratei anuale a inflației *headline* va rămâne indicele CORE2 ajustat. În același timp, pe fondul modificărilor legislative recente care au favorizat reducerea prețurilor la utilități, în special la gazele naturale, contribuția componentelor exogene ale coșului la inflația totală se va diminua ușor la sfârșitul anului curent raportat la valoarea de la finele anului 2023, urmând a se menține la un nivel relativ apropiat, respectiv o contribuție la inflație de 1,1-1,2 puncte procentuale și către finele intervalului de prognoză. Rata anuală a inflației CORE 2 ajustat va urma o traiectorie continuu descendentă, susținută de corecția așteptărilor privind inflația, dublată și de atenuarea presiunilor din partea prețurilor bunurilor din import. Cu toate acestea, quantumul proiectat al inflației de bază îl va depăși pe cel al indicelui *headline* pe cea mai mare parte a intervalului de proiecție, date fiind presiunile încă ample din partea costurilor unitare cu forța de muncă, alimentate atât de creșterile salariale recente, cât și de cele anticipate. Dinamicile salariale anuale se vor menține la niveluri relativ înalte, însă în timp ce în sectorul privat este previzibilă o decelerare pe parcursul acestui an, în sectorul public, date fiind creșterile salariale deja legiferate și parțial deja acordate, va fi consemnată o accelerare față de ritmurile înregistrate în 2023. Pentru luna decembrie 2024, rata anuală a inflației de bază a fost revizuită în jos, la 4,6 la sută (-0,7 puncte procentuale față de ultimul *Raport*), pe fondul unui progres vizibil îndeosebi în cazul componentei nealimentare a indicelui, acompaniată în perioada recentă de evoluții favorabile și în cazul bunurilor alimentare și serviciilor, de așteptat să continue, deși într-un ritm relativ lent pentru cele din urmă. Din acest motiv, în 2025, diferențele indicatorului față de ultima proiecție se atenuază sensibil și beneficiază în special de revizuirea descendente în cazul așteptărilor privind inflația și, parțial, și de cele de la nivelul prețurilor bunurilor din import. În schimb, *gap*-ul PIB va reflecta îndeaproape conduita politicii fiscale și evoluția preconizată a deficitului bugetar. Astfel, rata anuală a inflației de bază se va reduce până la 3,5 la sută în luna decembrie 2025 și, ulterior, la 3,4 la sută atât în luna martie, cât și în iunie 2026.

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  $\pm 1$  punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

De la precedentul *Raport* asupra inflației, o serie de factori de risc dintre cei identificați s-au materializat, în particular cei legați de noi majorări salariale în sectorul public (de exemplu, creșterile acordate angajaților din administrația publică). De asemenea, tensiunile geopolitice din Orientul Mijlociu persistă, însă efectele directe în plan economic ale acestor evoluții încă sunt relativ atenuate. Chiar și în aceste condiții, balanța evaluată a riscurilor sugerează posibile abateri în sus ale inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază, în special în cazul materializării unor noi șocuri adverse de natura ofertei.

Caracteristicile pieței forței de muncă, respectiv gradul încă relativ ridicat de tensionare al acesteia, continuă să reprezinte un factor relevant de risc la adresa proiecției privind inflația. Astfel, dinamica alertă a salariilor din economie, indusă de majorările salariului minim, de creșterea rapidă a celor din sectorul public, dar și de caracterul puternic concurențial al piețelor forței de muncă, ar putea genera presiuni inflaționiste persistente. De altfel, atât în perioadele recente, cât și în perspectivă, au avut loc și, respectiv, se preconizează, majorări ample ale costurilor unitare cu forța de muncă. Pe acest fond, creșteri salariale ce depășesc semnificativ dinamica productivității muncii din economie ar putea fi acomodate de companii doar în măsura în care aceste costuri ar fi, cel puțin parțial, transferate către consumatori. În economia României, o astfel de abordare din partea companiilor ar putea să fie încurajată inclusiv de persistența unui excedent de cerere agregată, cu potențial de a menține presiunile inflaționiste la niveluri ridicate chiar și în condițiile stabilizării celorlalți determinanți ai inflației, cum ar fi prețurile energiei sau cele ale alimentelor.

În acest sens, mixul de politici macroeconomice trebuie să vizeze un control eficient al cererii agregate din economie și, în special, al componentei induse de cererea de consum. În cadrul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu, un indicator sintetic care permite cuantificarea presiunilor excedentare ale cererii agregate este deviația PIB. Pentru a corecta deficitul bugetar excesiv, implicit pentru a calibra o politică fiscală contraciclică, cu rol de comprimare a deviației pozitive a PIB, este necesară o consolidare fiscală credibilă, care să includă reforme structurale menite să majoreze veniturile guvernamentale și, totodată, să controleze mai strict cheltuielile. Până la momentul finalizării scenariului de bază al proiecției, autoritățile nu au anunțat nici dozajul și nici natura măsurilor fiscale posibil a fi adoptate începând din 2025: modificări ale impozitelor directe sau ale celor indirecte, măsuri de raționalizare a cheltuielilor bugetare, măsuri de creștere a gradului de colectare a veniturilor etc. În plus, din informațiile disponibile în spațiul public, se contura, fără a fi însă ferm confirmată, posibilitatea ca România să negocieze un plan de ajustare fiscală întins pe o perioadă mai lungă de timp, de până la șapte ani. *Ceteris paribus*, un astfel de plan ar implica în mod direct o diminuare proporțională a efortului mediu anual de consolidare fiscală. Strict pentru anul curent, calendarul electoral încărcat nu exclude nici riscul unui derapaj fiscal, în special în situația în care eventuale noi măsuri expansioniste ar viza majorări persistente ale cheltuielilor bugetare. Într-o astfel de eventualitate, punctul de pornire în demersul multianual al autorităților de corecție a deficitelor bugetare excesive ar putea fi mai ridicat, implicând o glisare în sus a întregii traiectorii viitoare a deficitelor bugetare față de ipotezele de lucru din scenariul de bază (construit pornind de la informațiile certe disponibile la momentul finalizării proiecției). În perspectivă, indiferent de sursa deficitelor bugetare excesive, fie că



este vorba despre cheltuieli de natura consumului guvernamental mai ample, de transferuri sociale mai generoase sau de cheltuieli de capital mai ridicate, corecția deficitului bugetar se impune cu necesitate, atât din perspectiva angajamentelor României în relația cu Comisia Europeană, cât și din cea a asigurării, pe termen mediu, a unui mix echilibrat între conduita politicii fiscale și cea a politicii monetare.

Deși România și, la modul mai general, țările din Europa Centrală și de Est parcurg, în acest moment, o etapă de redresare economică, o serie de factori externi precum șocurile inflaționiste de la nivel global, înăsprirea condițiilor financiare ori volatilitatea prețurilor la energie, inclusiv ca urmare a tensiunilor geopolitice, reprezintă surse semnificative de riscuri. Astfel, riscurile geopolitice – războiul din Ucraina și, mai recent, tensiunile din Orientul Mijlociu – care tind să se permanentizeze, reprezintă provocări la adresa funcționării fără sincope a fluxurilor comerciale și investiționale. Orice escaladare a acestor tensiuni poate afecta rutele comerciale, lanțurile de aprovizionare și modelele investiționale deja funcționale, creând perturbări semnificative ale fluxurilor de exporturi și importuri și putând, astfel, genera riscuri de natură stagflaționistă (prețuri și, implicit, inflație mai ridicate, concomitent cu trenarea sau chiar scăderea activității economice).

## Decizia de politică monetară

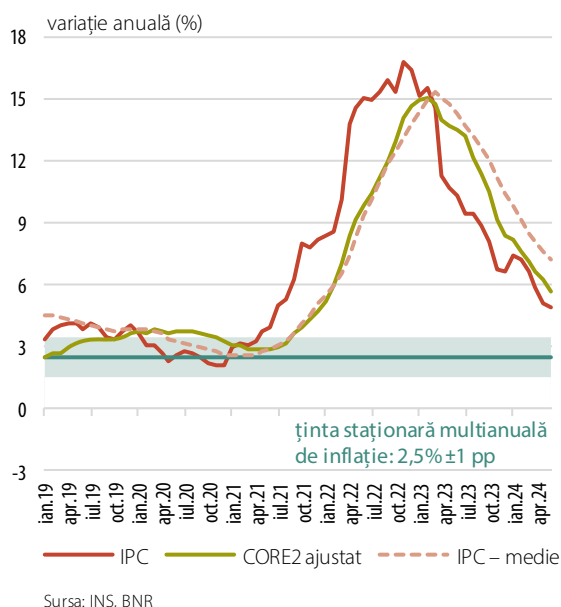
Având în vedere ameliorarea semnificativă a perspectivei apropiate a inflației în raport cu prognoza precedentă, dar și în condițiile incertitudinilor încă ridicate asociate previziunilor pe orizontul mai îndepărtat de timp, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 7 august 2024 reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 6,50 la sută. Totodată, s-a decis reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*), până la 7,50 la sută și reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii la facilitatea de depozit, până la 5,50 la sută. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.



# 1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC s-a reînscriș pe un trend descrescător în trimestrul II 2024, atingând în luna iunie 4,94 la sută, nivel inferior cu 1,67 puncte procentuale celui consemnat cu trei luni în urmă. Procesul dezinflaționist a fost unul cvasigeneralizat, beneficiind de contextul favorabil, în linii mari, de pe piețele materiilor prime, de unele modificări legislative care au creat premisele ajustării descendente a prețurilor la utilități, precum și de re poziționarea pe un palier inferior a așteptărilor inflaționiste ale operatorilor economici. În aceste condiții, la rândul său, inflația de bază CORE2 ajustat s-a diminuat sensibil, până la 5,7 la sută în iunie (-1,4 puncte procentuale față de martie), nivelul încă ridicat al acesteia reflectând totuși presiuni persistente pe latura costurilor cu forța de muncă și a excedentului de cerere din economie (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației

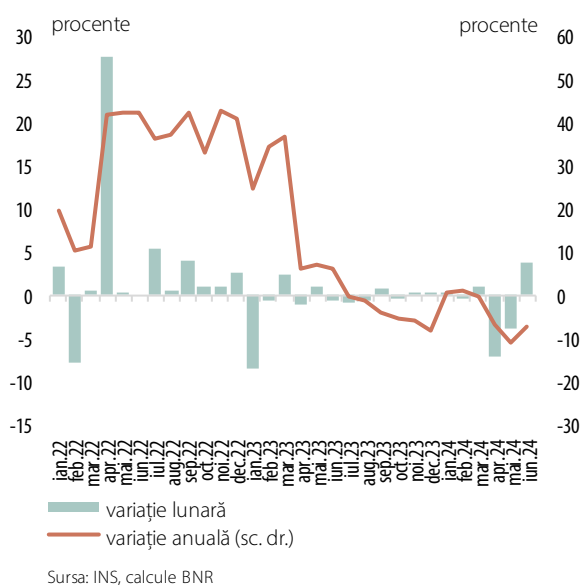


Circa jumătate din progresul înregistrat în planul dinamicii IPC în trimestrul II se datorează componentelor exogene. După un an și jumătate în care tarifele la energie electrică și gaze naturale au suferit doar modificări minore în primul caz sau au rămas neschimbate în cel de-al doilea, în perioada aprilie-iunie 2024 prețurile medii ale utilităților s-au redus cu 5 la sută, respectiv 10,4 la sută față de finele trimestrului anterior. Condițiile prielnice de pe piețele *en gros* de profil, caracterizate de evoluții benigne ale cotațiilor pe plan național și european în ultimul an, au permis adoptarea unor modificări legislative care vizează, în esență, costurile cu achiziția acestor mărfuri<sup>1</sup>, creând premisele reducerii prețurilor pentru consumatorii casnici de energie electrică și gaze naturale sub plafoanele aplicabile tarifelor finale. Cu toate că în cadrul trimestrului II a existat o anumită volatilitate în privința variațiilor

lunare (la nivelul tarifelor pentru gazele naturale fiind observate mișcări în ambele sensuri), dinamica anuală pe segmentul „energie electrică și gaze naturale” a coborât până la -7,2 la sută în luna iunie 2024, față de -0,4 la sută la finele trimestrului anterior (Grafic 1.2).

<sup>1</sup> Este vorba despre scăderea prețului cu care producătorii vând fără a fi supraimpozitați, de la 450 lei/MWh la 400 lei/MWh pentru energie electrică și de la 150 lei/MWh la 120 lei/MWh pentru gaze naturale.

Grafic 1.2. Prețul energiei electrice și gazelor naturale



Prețurile combustibililor înregistrau în luna iunie o dinamică anuală marginal inferioară celei observate cu trei luni înainte. Cotația petrolului a fluctuat puternic în această perioadă, atingând un maxim al anului curent la începutul lunii aprilie (peste 90 dolari SUA/baril), în contextul acutizării tensiunilor din Orientul Mijlociu. Ulterior, pe măsură ce situația s-a detensionat parțial, piața s-a reechilibrat în intervalul 80-85 dolari SUA/baril, inclusiv ca urmare a trenării activității industriale globale și a depășirii cotelor de producție anunțate ale OPEC+ (Grafic 1.3).

Corecția inflației de bază CORE2 ajustat a avut o amplitudine similară celei din trimestrul anterior, indicatorul coborând la 5,7 la sută în ultima lună a trimestrului II; de această dată însă, toate cele trei grupe componente au contribuit într-o manieră relativ similară la dezinflație (Grafic 1.4). Prețurile alimentelor procesate și-au diminuat ritmul anual de creștere până la 2,1 la sută, beneficiind în continuare de situația favorabilă de pe piețele materiilor prime agroalimentare (care probabil își va epuiza însă influența pozitivă în continuare, inclusiv pe fondul unor efecte de bază adverse). În paralel, prețurile volatile alimentare (la legume, fructe, ouă) s-au restrâns până la un ritm anual de -3,8 la sută în iunie 2024.

Condițiile meteo din lunile de primăvară au favorizat dezvoltarea adecvată a culturilor agricole, perspectiva pentru recolta anului în curs fiind însă umbrită de temperaturile deosebit de ridicate din lunile iunie și iulie. Astfel de manifestări meteorologice extreme au devenit comune în ultimii ani, iar în lipsa unor contramăsuri corespunzătoare schimbările climatice

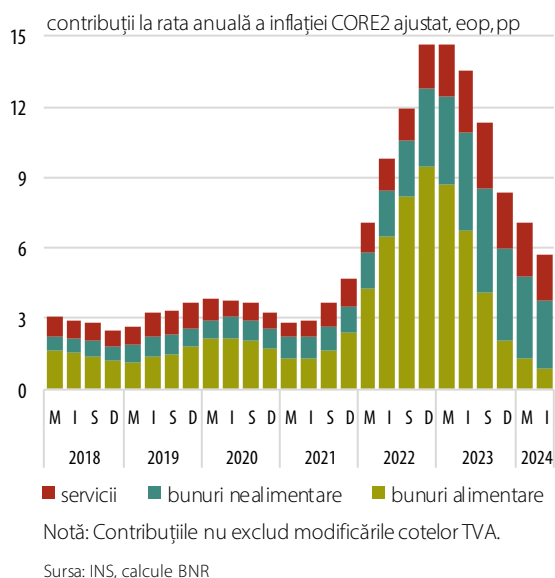
au potențialul de a majora ratele inflației în întreaga lume, pe măsură ce frecvența și intensitatea lor se vor accentua<sup>2</sup>.

Pe segmentele bunurilor nealimentare și serviciilor dezinflația a accelerat comparativ cu trimestrele anterioare (până la 8,6, respectiv 8,0 la sută în iunie). Evoluțiile reflectă contextul relativ favorabil din perspectiva costurilor materiale de producție (IPPI în decelerare pentru majoritatea ramurilor producătoare de bunuri de consum),

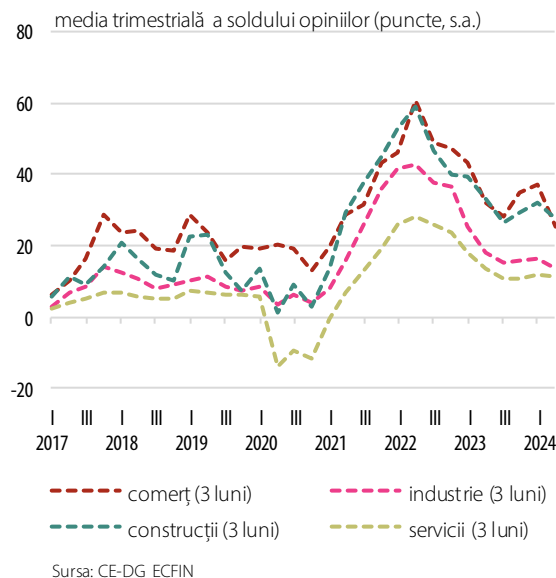
<sup>2</sup> O lucrare recentă estimează că inflația bunurilor alimentare la nivel global se va majora în medie cu 0,9-3,2 puncte procentuale pe an până în 2035, conform scenariilor actuale de prognoză climatică CMIP6 (Kotz, M., Kuik, F., Lis, E. și Nickel, C., 2024. Global warming and heat extremes to enhance inflationary pressures. *Communications Earth & Environment* 5).

disiparea influențelor inflaționiste de pe filiera prețurilor de import, ambele relevante pentru prima dintre subgrupele amintite, dar și o temperare a cererii pe segmentul serviciilor de piață. Totuși, dinamica lunară din trimestrul II 2024 continuă să se plaseze la valori ridicate – utilizând ritmurile lunare din trimestrul II (ajustate sezonier), inflația anualizată pe cele două grupe este de 6,2 la sută pentru bunurile nealimentare, respectiv 5,1 la sută pentru serviciile de piață. Factori precum presiunea costurilor salariale și manifestarea unui excedent de cerere continuă să grupeze procesul dezinflaționist al acestor componente, imprimând inflației de bază o traiectorie descrescătoare lentă.

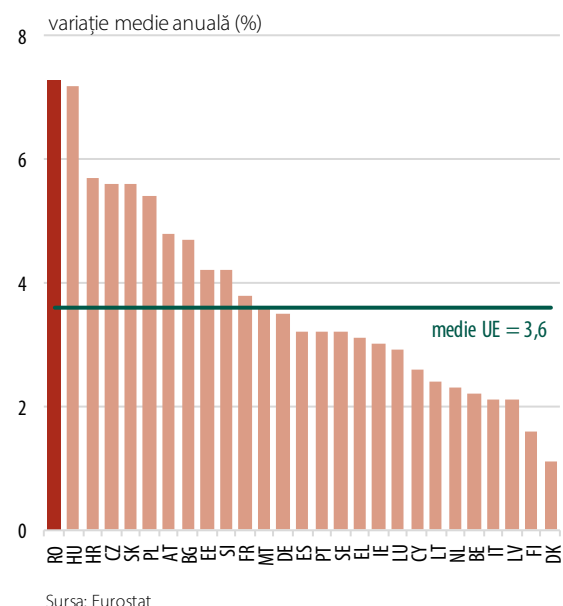
**Grafic 1.4. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat**



**Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor**



**Grafic 1.6. IAPC mediu anual în UE – iun. 2024**



În trimestrul al doilea, așteptările pe termen scurt privind evoluția prețurilor au înregistrat o corecție în cazul tuturor agenților economici (cele mai mari reduceri ale soldului conjunctural remarcându-se în rândul operatorilor din comerț), odată cu disiparea sentimentului generat de măsurile fiscale din debutul acestui an (Grafic 1.5). Similar, anticipațiile analiștilor bancari privind rata inflației peste un an, respectiv doi ani, au fost revizuite descendent, cel din urmă indicator situându-se, în sondajul derulat în luna iulie 2024, chiar sub limita superioară a intervalului asociat țintei staționare.

Rata medie anuală a inflației și-a continuat parcursul descrescător în al doilea trimestru al anului 2024, plasându-se la 7,2 la sută în cazul indicatorului calculat pe baza metodologiei naționale, respectiv

la 7,3 la sută în cazul celui calculat conform structurii armonizate (-1,3 puncte procentuale, respectiv -1 punct procentual comparativ cu finele trimestrului anterior). Ecartul față de inflația medie din Uniunea Europeană s-a menținut oarecum similar celui observat la finele trimestrului precedent (3,7 puncte procentuale; Grafic 1.6).

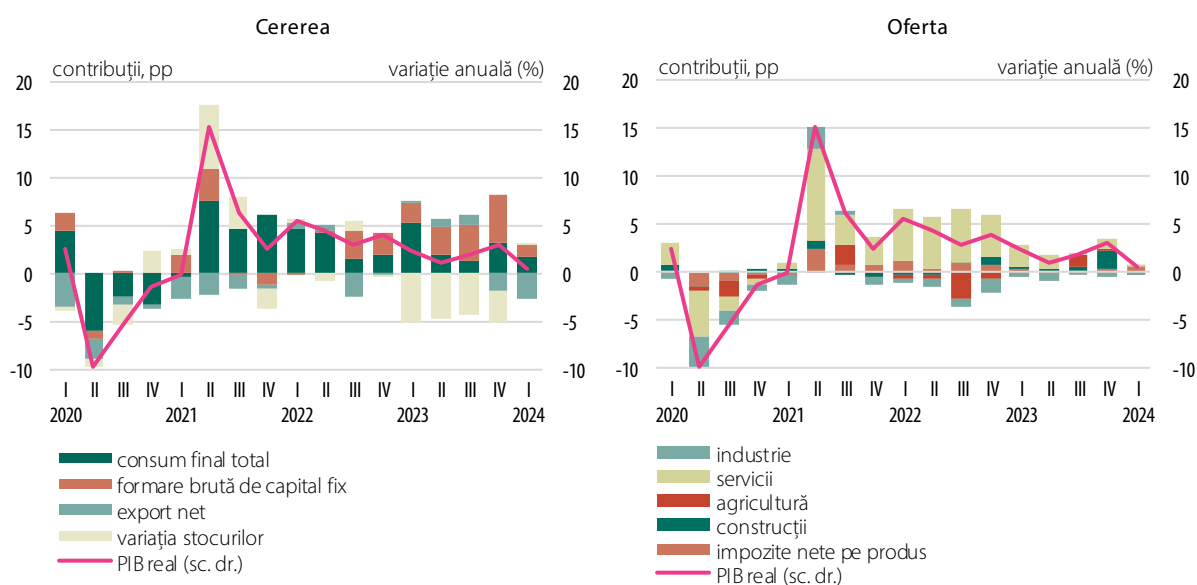
La sfârșitul trimestrului II 2024, rata anuală a inflației IPC a înregistrat un nivel efectiv inferior cu 1,1 puncte procentuale proiecției incluse în ediția din luna mai 2024 a *Raportului asupra inflației*, în principal ca urmare a evoluției neașteptate a prețurilor pentru electricitate și, mai ales, gaze naturale, dar și a corecției cotației Brent.

## 2. Evoluții ale activității economice

### 1. Cererea și oferta

În trimestrul I, creșterea economică și-a temperat dinamica anuală până la 0,5 la sută<sup>3</sup> (față de 3 la sută în trimestrul IV 2023). Evoluția a fost atribuită în principal frânării investițiilor în construcții și accentuării contribuției negative a exportului net, Grafic 2.1.

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



Sursa: INS

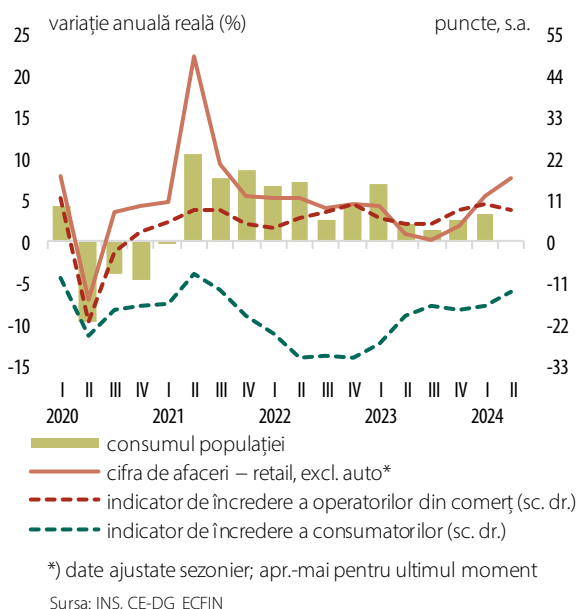
În contextul majorării veniturilor reale ale populației, cererea de consum și-a continuat parcursul ascendent, dinamica anuală plasându-se la 3,4 la sută în trimestrul I 2024 (accelerare cu aproape 1 punct procentual comparativ cu ultima parte a anului anterior). Pe lângă creșterile cu caracter permanent, cheltuielile pentru consum ale populației au fost susținute și de resursele împrumutate (pe fondul îmbunătățirii condițiilor de creditare), fluxurile suplimentare reflectându-se cu preponderență în achizițiile de bunuri nealimentare – ritmuri consistente s-au înregistrat în cazul bunurilor pentru dotarea locuințelor, al grupei care reunește articolele de îmbrăcăminte, încălțăminte, produse farmaceutice și cosmetice, precum și în cazul comerțului cu autovehicule (variație trimestrială<sup>4</sup> în creștere până la 3,1 la sută). Majorări ale vânzărilor s-au consemnat și pe segmentul alimentară (1,7 la sută), consumatorii

<sup>3</sup> În această secțiune, comentariile privind variația anuală a PIB se bazează pe seriile de volum exprimate în prețurile trimestrului corespunzător al anului precedent.

<sup>4</sup> Dinamica scăzută în termeni anuali (1 la sută) este atribuită unui efect statistic – influențele persistente exercitate de perturbările la nivelul lanțurilor internaționale de aprovizionare au rezultat într-o majorare semnificativă a achizițiilor de autoturisme la începutul anului anterior (comenzile fiind onorate cu întârziere).

manifestând în continuare prudență în procesul de selecție și achiziție a bunurilor, în timp ce pe latura ofertei, comercianții și-au păstrat interesul pentru investițiile în eficientizare și digitalizare, concomitent cu extinderea rețelelor.

Grafic 2.2. Consumul populației



Cererea de consum a populației își va păstra probabil dinamica pozitivă în perioada următoare, ilustrativă în acest sens fiind îmbunătățirea indicatorului de încredere a populației (cu 3,7 puncte în trimestrul II 2024, comparativ cu media trimestrului I), ca urmare a anticipațiilor mai favorabile privind situația economiei în ansamblu și poziția financiară individuală în următoarele 12 luni (Grafic 2.2).

Creșterea încrederii consumatorilor poate fi pusă pe seama așteptărilor optimiste privind veniturile (asociate măsurilor programate pentru trimestrele II-III, de majorare a salariului minim, a salariilor pentru anumite categorii de personal bugetar și a pensiilor), în paralel cu continuarea dezinflației. Totuși, pe termen scurt nu este exclusă o temperare a creșterii consumului, după cum sugerează optimismul în atenuare al operatorilor comerciali cu privire la volumul încasărilor pe segmentul vânzărilor de bunuri și mai ales pe cel al serviciilor de piață pentru

populație. Datele efective cu privire la evoluția cifrei de afaceri în intervalul aprilie-mai 2024 confirmă aceste așteptări – volumul achizițiilor de bunuri și-a atenuat creșterea (până la circa 1 la sută față de media trimestrului precedent), iar cel al încasărilor din servicii prestate populației s-a restrâns cu 3,7 la sută, cererea adresată acestui sector fiind inhibată de nivelul încă înalt al dinamicii prețurilor practicate.

În trimestrul I 2024, execuția bugetului general consolidat s-a soldat cu un deficit de 35,9 miliarde lei (2,0 la sută din PIB), considerabil mai mare față de cel din perioada similară a anului 2023, de 22,8 miliarde lei (1,4 la sută din PIB), dar, în mod atipic, și ușor superior celui înregistrat în trimestrul IV al anului precedent<sup>5</sup>. Creșterea în raport cu trimestrul anterior s-a datorat cheltuielilor bugetare totale<sup>6</sup>, care au consemnat o scădere neobișnuit de redusă din perspectiva tiparului interanual al execuției bugetare<sup>7</sup>, pe fondul diminuării modeste a cheltuielilor de capital<sup>8</sup> și a celor cu bunuri și servicii<sup>9</sup>, precum și ca efect al majorării altor cheltuieli curente<sup>10</sup>. Influența evoluției

<sup>5</sup> În trimestrul IV 2023 s-a înregistrat un sold bugetar negativ de 33,4 miliarde lei (2,1 la sută din PIB).

<sup>6</sup> Acestea și-au accelerat considerabil creșterea anuală reală, la 14,6 la sută, de la 4,0 la sută în trimestrul anterior.

<sup>7</sup> Chiar și în condițiile diminuării consistente a cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile, având însă doar un impact relativ minor asupra soldului bugetar, datorită evoluției similare la nivelul sumelor primite de la UE. Scăderea acestei categorii de cheltuieli a fost mai pronunțată decât în intervalul similar al anului precedent, datorită efectului de bază asociat nivelului ridicat înregistrat în trimestrul IV 2023. Dinamica anuală reală a acestora, deși în scădere, s-a menținut la o valoare înaltă, semnificativ superioară celei a cheltuielilor bugetare totale.

<sup>8</sup> În termeni anuali reali, acestea s-au triplat, după contracția înregistrată pe ansamblul ultimelor 3 luni din 2023.

<sup>9</sup> Dinamica anuală a acestora a revenit în teritoriul pozitiv în trimestrul I 2024.

<sup>10</sup> Respectiv a cheltuielilor cu asistența socială – care și-au accelerat creșterea în termeni anuali reali, inclusiv pe fondul majorării punctului de pensie și a plăților pentru compensarea facturilor aferente consumului de energie electrică și gaze naturale –, precum și a cheltuielilor cu subvențiile, care au continuat însă să se reducă în termeni anuali.

veniturilor bugetare totale a fost cvasineutră, în condițiile în care descreșterea lor<sup>11</sup>, deși ceva mai mare decât cea a cheltuielilor, a fost determinată aproape integral de sumele primite de la UE – ce au un impact relativ mic asupra variației deficitului bugetar –, iar scăderea veniturilor fiscale din acest interval<sup>12</sup> a fost mai mult decât compensată de majorarea încasărilor din contribuții de asigurări<sup>13</sup>.

Execuția bugetară a continuat să se deterioreze în trimestrul II, deficitul înregistrat în acest interval, de 27,8 miliarde lei (echivalent cu 1,6 la sută din PIB), fiind aproape dublul celui din trimestrul II 2023 (14,5 miliarde lei, respectiv 0,9 la sută din PIB).

Pe ansamblul semestrului I, s-a acumulat astfel un deficit bugetar de 63,7 miliarde lei (3,6 la sută din PIB), substanțial mai mare decât cel înregistrat în perioada similară a anului trecut, în valoare de 37,2 miliarde lei (2,3 la sută din PIB).

Principalul aport la frânarea creșterii economice a venit formării brute de capital fix. Reducerea până la 7,1 la sută a dinamicii anuale s-a datorat în esență întreruperii parcursului ascendent al construcțiilor, în timp ce achizițiile de echipamente și-au păstrat ritmul alert (16,7 la sută, în decelerare marginală comparativ cu trimestrul IV). Dinamica anuală a investițiilor este posibil să rămână pozitivă pe termen scurt, însă o intensificare este puțin probabilă. Pe de o parte, la nivelul finanțării din surse europene nerambursabile, acumulările de capital din acest an poartă amprenta unui efect de bază nefavorabil (anul 2023 a marcat finalul perioadei de eligibilitate a cheltuielilor aferente CFM 2014-2020), precum și pe cea a întârzierii în absorbția fondurilor alocate în noul exercițiu standard. Astfel, spre deosebire de CFM anterior, în care cel de-al treilea an a consemnat practic declanșarea procesului de absorbție a fondurilor destinate investițiilor (sumele atrase dublându-se față de primii doi ani), anul 2024 (al treilea din actualul CFM) pare să continue parcursul modest din anii precedenți, după cum sugerează datele privind absorbția de fonduri destinate investițiilor din semestrul I (această evoluție ar putea fi contrabalansată, într-o anumită măsură, de încasarea, cel puțin parțială, a celei de-a treia cereri de plată din cadrul PNRR). Pe de altă parte, o dinamizare a investițiilor în viitorul apropiat nu pare să fie relevantă nici de fluxurile de ISD sub forma participațiilor la capital<sup>14</sup>, ale căror intrări nete au stagnat în termeni anuali în primele cinci luni ale anului curent. Indicii în sensul moderării dinamicii investițiilor oferă și un sondaj efectuat de către AHK<sup>15</sup> în această primăvară – față de opiniile din anul 2023, procentul investitorilor germani cu intenții de creștere a investițiilor în următoarele 12 luni a scăzut (de la 40 la sută la 34 la sută), iar cel al respondenților care nu-și vor modifica volumul investițiilor s-a majorat (până la 46 la sută).

<sup>11</sup> Ritmul anual de creștere reală a acestora a încetinit la 8,1 la sută (de la 11,3 la sută în trimestrul precedent), în contrast cu cel al cheltuielilor, însă pe seama scăderii dinamicii sumelor primite de la UE, care s-a menținut totuși la un nivel ridicat.

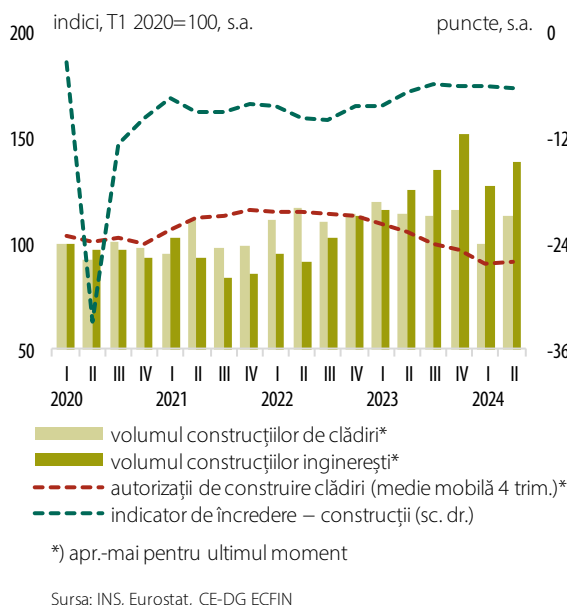
<sup>12</sup> Scăderea a fost totuși mai modestă decât cea din perioada similară din anul precedent, iar dinamica anuală reală a acestor venituri a revenit în teritoriul pozitiv, în mare parte pe seama revirimentului încasărilor din impozitul pe profit și din taxa pe utilizarea bunurilor.

<sup>13</sup> Creșterea a reflectat inclusiv impactul unor măsuri aplicate pe parcursul trimestrului anterior, constând în eliminarea unor facilități fiscale sectoriale, precum și în creșterea salariului minim brut pe economie în unele sectoare de activitate.

<sup>14</sup> Inclusiv valoarea estimată aferentă reinvestirii profiturilor.

<sup>15</sup> Camera de Comerț și Industrie Româno-Germană.

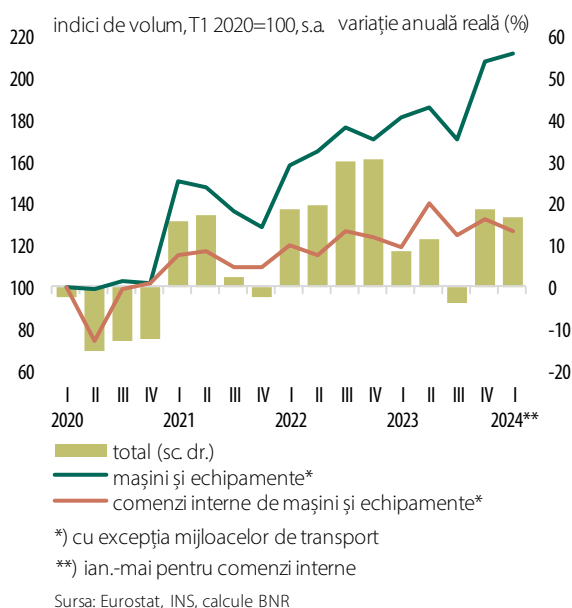
Grafic 2.3. Construcții



Investițiile în construcții s-au menținut la nivelul din trimestrul I 2023 (după o creștere anuală de 23,8 la sută în trimestrul IV 2023<sup>16</sup>), rezultat atribuit unui efect de bază (creșterea trimestrială de 5 la sută din intervalul ianuarie-martie 2023), dar și unei scăderi cu 1,6 la sută în trimestrul analizat. Evoluția curentă nu pare însă corelată cu percepția operatorilor de profil, indicatorul de încredere DG ECFIN din trimestrul I plasându-se la o valoare similară mediilor din cele două trimestre anterioare. În plus, la nivelul indicilor lunari de volum pentru lucrări de construcții, doar luna ianuarie este responsabilă pentru această contracție (variație lunară de -36,4 la sută, urmată de creșteri succesive în lunile ulterioare). Se poate conchide așadar că explicația pentru declinul din trimestrul I al investițiilor în construcții este mai degrabă de natură statistică, seria cu frecvență lunară fiind probabil perturbată de schimbarea anului de bază și, implicit, a coeficienților de ponderare a subindicilor (în ianuarie 2024). În structură, activitatea pe cele două segmente majore va continua probabil să se plaseze pe traiectorii divergente – dinamică pozitivă a lucrărilor ingineresti (impulsionată și de agenda electorală), respectiv menținerea unei perspective rezervate pe piața proiectelor imobiliare noi, mai ales rezidențiale, care continuă să resimtă constrângeri de natura ofertei. Astfel, pe lângă efectul inhibitor imprimat de reluarea traiectoriei de creștere a costurilor materiale și de incertitudinile asociate calendarului de adoptare a Codului Urbanismului, segmentul construcțiilor de clădiri este afectat de deficitul de personal calificat, în contextul cererii solide de lucrători pentru derularea proiectelor ingineresti (Grafic 2.3).

În ceea ce privește investițiile în mașini și echipamente, semnalele din piață sugerează continuarea/finalizarea mai multor proiecte de investiții *greenfield* în anul

Grafic 2.4. Investiții, exclusiv construcții

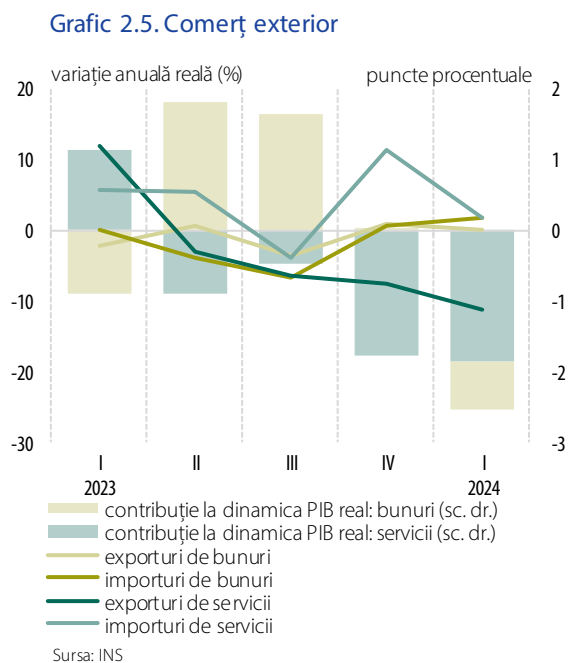


2024, în domenii precum fabricarea cauciucului, a materialelor de construcții, industria alimentară, farmaceutică, R&D și producție de componente pentru echipamente electrocasnice și industriale. Aceșora li se adaugă investiții care vizează tranziția către o economie verde, printre care se numără construirea unei capacități pentru fabricarea sistemelor de stocare a energiei electrice pentru zona rezidențială, comercială și industrială, precum și a bateriilor auto electrice; instalarea a trei unități de stocare în cadrul primului proiect hibrid fotovoltaic-eolian-baterii, complet automatizat (prima unitate de stocare a fost pusă în funcțiune în trimestrul II, bateriile

<sup>16</sup> Potrivit seriilor de conturi naționale privind componentele formării brute de capital fix.



folosite fiind de proveniență autohtonă); demararea în acest an a producției versiunilor complet electrice pentru trei modele de autovehicule fabricate în România. În sectorul de apărare sunt în derulare proiecte de extindere și re tehnologizare a trei capacități de producție aflate în conservare, cu participarea unor investitori străini (Grafic 2.4).



Un aport la încetinirea creșterii PIB real în trimestrul I a aparținut și cererii externe nete, contribuția sa negativă accentuându-se până la -2,5 puncte procentuale, pe seama deteriorării balanței bunurilor (Grafic 2.5). O inversare a acestei din urmă traiectorii este puțin probabilă în perioada imediat următoare, în contextul în care revenirea graduală a exporturilor (în linie cu relativa redresare a economiilor europene) va fi însoțită de ritmuri pozitive ale importurilor, sub impulsul cererii interne de bunuri finale și de inputuri pentru industrie.

Volumul exporturilor de bunuri a crescut nesemnificativ (cu 0,1 la sută în termeni anuali). Livrări superioare trimestrului I 2023 au înregistrat ramurile producătoare de produse petroliere, cauciuc, produse minerale nemetale, produse metalurgice, mașini și echipamente (ritmuri anuale reale ale cifrei de afaceri externe cuprinse între 3 la sută

și 22 la sută); la polul opus au continuat să se situeze ramuri precum industria ușoară, cea a mobilei, industria electronică și cea de echipamente electrice. Totodată, recolta satisfăcătoare din anul 2023 a antrenat o nouă majorare a exportului net de materii prime agricole (cu 44 la sută, variație de volum) și a contribuit probabil la îmbunătățirea soldului comercial pentru unele produse alimentare (ulei vegetal, produse de morărit și panificație)<sup>17</sup>.

Importurile de bunuri au consemnat o accelerare de ritm anual (până la 1,6 la sută), localizată pe segmentul bunurilor de consum (în corelație cu parcursul cererii), dar mai ales pe cel al bunurilor intermediare. În acest din urmă caz, revenirea sectoarelor energointensive (chimie<sup>18</sup>, metalurgie, industria altor produse din minerale nemetale) a antrenat creșterea necesarului de inputuri (în special gaze naturale<sup>19</sup> și produse de cocserie, minereu de fier, amoniu și produse minerale pentru industria chimică, produse primare pentru fabricarea materialelor de construcții).

Decalajul negativ dintre dinamica volumului exporturilor și cea aferentă importurilor de bunuri a fost contrabalansat de evoluția favorabilă a componentei de preț (scădere mai pronunțată a IVU în cazul importurilor comparativ cu cel al exporturilor)<sup>20</sup>.

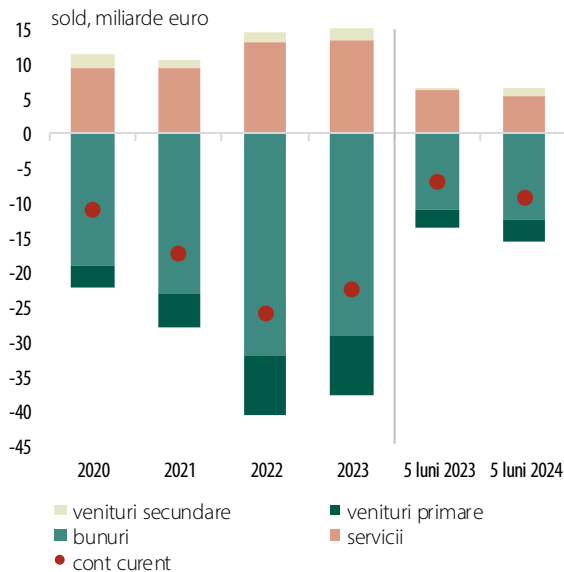
<sup>17</sup> Calcule pe baza datelor de comerț internațional – clasificare CPA (Sursa: Eurostat).

<sup>18</sup> Inclusiv datorită reluării activității Azomureș (în proporție de 50 la sută) la sfârșitul lunii ianuarie.

<sup>19</sup> Prețurile de import au fost mai avantajoase, gazele din depozitele interne fiind stocate la prețuri mai ridicate.

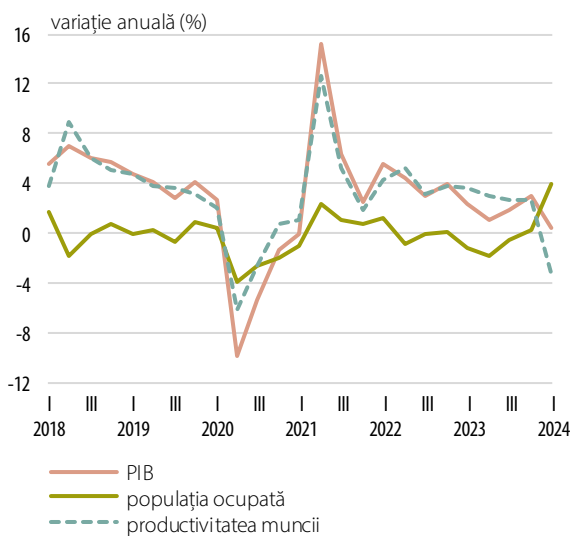
<sup>20</sup> Calcule pe baza datelor de comerț internațional – clasificare BEC (Sursa: Eurostat).

Grafic 2.6. Contul curent



Sursa: BNR

Grafic 2.7. Productivitatea muncii pe ansamblul economiei



Sursa: INS, calcule BNR

În consecință, potrivit bilanței de plăți, deficitul bunurilor a continuat tendința din anul 2023, reducându-se și în trimestrul I, însă cu numai 1,5 la sută. Situația s-a inversat în lunile aprilie-mai (pe seama dinamizării importurilor), astfel încât la nivelul primelor cinci luni deficitul bunurilor s-a adâncit cu 13,1 la sută față de aceeași perioadă din anul anterior. Evoluția s-a repercutat asupra deficitului contului curent (+33,4 la sută), la accentuarea dezechilibrului extern contribuind și reducerea surplusului bilanței serviciilor<sup>21</sup>, precum și creșterea deficitului veniturilor primare, ca urmare a majorării plăților sub forma dividendelor și a profiturilor reinvestite (valori estimate) aferente firmelor ISD, precum și a dobânzilor pentru titlurile guvernamentale emise pe piața externă (Grafic 2.6).

### Productivitatea muncii

Productivitatea muncii pe ansamblul economiei s-a restrâns considerabil în primul trimestru din 2024 (-3,3 la sută dinamică anuală, față de 2,7 la sută anterior)<sup>22</sup>, Grafic 2.7. În industrie, indicatorul a consemnat un parcurs sinuos la începutul anului 2024: după ce în luna ianuarie părea că a atins un punct de inflexiune, reintrând ulterior pe o traiectorie care anunța revirimentul activității, datele aferente lunilor aprilie-mai atestă manifestarea unui nou recul al indicatorilor de producție și productivitate, pe fondul dificultăților care grevează revenirea sectorului industrial european. Cumulat, în primele cinci luni ale anului, productivitatea muncii în industrie s-a redus cu 2,3 la sută. În continuare, traiectoria acestuia va fi probabil neuniformă, indicatorii relevanți oferind o imagine mixtă asupra perspectivelor sectorului.

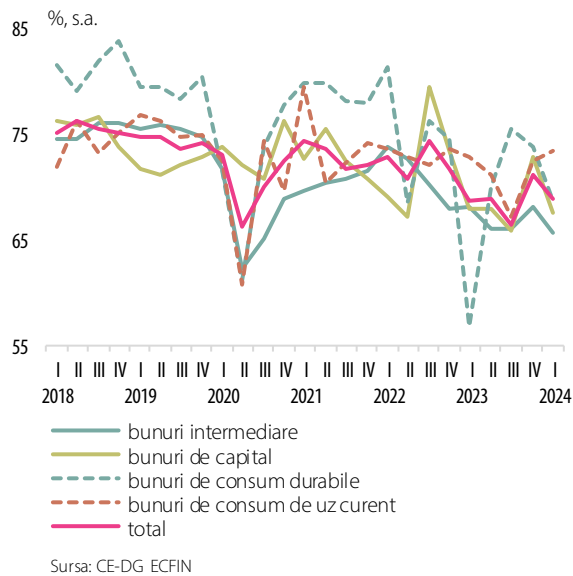
Tracțiunea din partea cererii externe consemnează doar o ușoară ameliorare. Comenzile noi provenind

de pe această piață s-au contractat cu 4,1 la sută în termeni anuali în primul trimestru din 2024, după o stagnare în anul precedent și o altă contracție anterior; doar în luna aprilie 2024 variația anuală a redevenit pozitivă. În același timp, indicatorii PMI ai operatorilor din industria prelucrătoare din zona euro se mențin în teritoriu contracționist unde s-au plasat în ultimii doi ani (45,8 puncte în luna iunie). În plan

<sup>21</sup> Determinată de adâncirea deficitului din activitatea de turism și transport aerian, dar și de o anumită scădere a încasărilor nete din IT&C și din fabricarea în sistem lohn.

<sup>22</sup> Analiza sectorială a indicatorilor de productivitate pe baza datelor din conturile naționale este îngreunată de fluctuațiile semnificative aferente seriilor de date privind persoanele ocupate: dinamica acestora au consemnat accelerări puternice în construcții și IT în T1 2024, în contradicție cu mesajul transmis de seriile cu frecvență lunară.

**Grafic 2.8. Gradul de utilizare a capacităților de producție în industria prelucrătoare**



intern, gradul de utilizare a capacităților de producție s-a redus în primul trimestru al anului până la 68,9 la sută, de la un nivel care era oricum relativ scăzut din perspectivă istorică, iar încrederea pe termen scurt din sondajul DG ECFIN s-a îmbunătățit marginal recent, însă doar până la un nivel apropiat de valoarea nulă (Grafic 2.8).

Totuși, cererea de pe segmentul intern continuă să fie robustă, cu al patrulea trimestru consecutiv de expansiune în termeni anuali în debutul anului 2024. Totodată, indicatorul PMI pentru industria prelucrătoare din România s-a majorat sensibil în trimestrul II, iar activitatea investițională pe segmentul productiv oferă motive de optimism. Dincolo de evoluțiile recente privind investițiile amintite anterior, un număr tot mai mare de investitori străini<sup>23</sup> privesc România ca fiind mai atractivă decât țările comparabile pentru

implementarea unor eventuale noi proiecte de investiții.

Un factor determinant în evoluțiile viitoare ale activității industriale în întreaga Uniune Europeană este reprezentat de modul de derulare a relației comerciale cu China. Comisia Europeană a aprobat, începând cu 5 iulie, majorarea semnificativă a tarifelor de import pentru autovehiculele electrice chinezești, în vederea protejării companiilor autohtone în fața producției susținute de Beijing, care ulterior ajunge pe piața comunitară la prețuri foarte competitive (o decizie finală privind permanența acestor tarife urmează să fie luată în noiembrie). Primele reacții ale Chinei au vizat deocamdată demararea unor investigații privind prețurile de import ale unor alimente procesate provenite din UE<sup>24</sup>. Escaladarea tensiunilor comerciale și exacerbarea măsurilor protecționiste, de ambele părți, au potențialul de a afecta negativ revigorarea activității industriale în Europa și, implicit, în România.

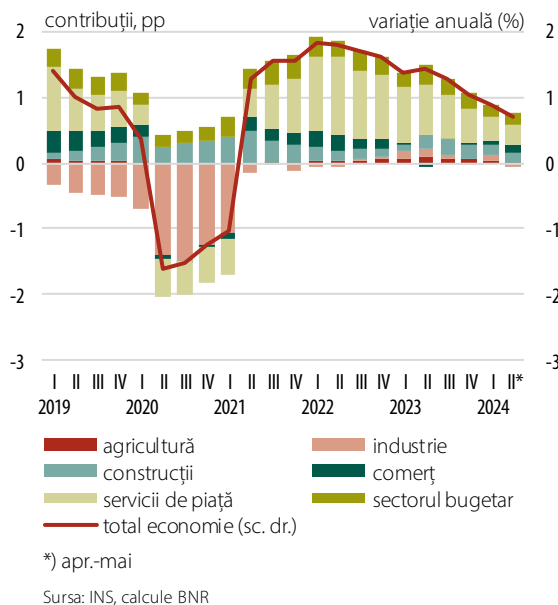
### Evoluții pe piața muncii

Încetinirea activității economice de la începutul anului 2024 nu s-a transpus într-o deteriorare a coordonatelor de pe piața muncii. Rata locurilor de muncă vacante s-a stabilizat, fiind însoțită de o reducere a ratei șomajului, iar efectivul de salariați a continuat să se extindă, însă cu o temperare vizibilă a ritmului anual. Totodată, ritmul de creștere a salariilor a rămas alert atât în sectorul privat (unde a avut loc, totuși, o ușoară încetinire), cât mai ales în cel bugetar, fiind de așteptat ca tendința să se mențină pe termen scurt, dată fiind politica laxă de venituri a autorităților.

<sup>23</sup> Potrivit ediției de primăvară a Foreign Investors Council – *Business Sentiment Index*.

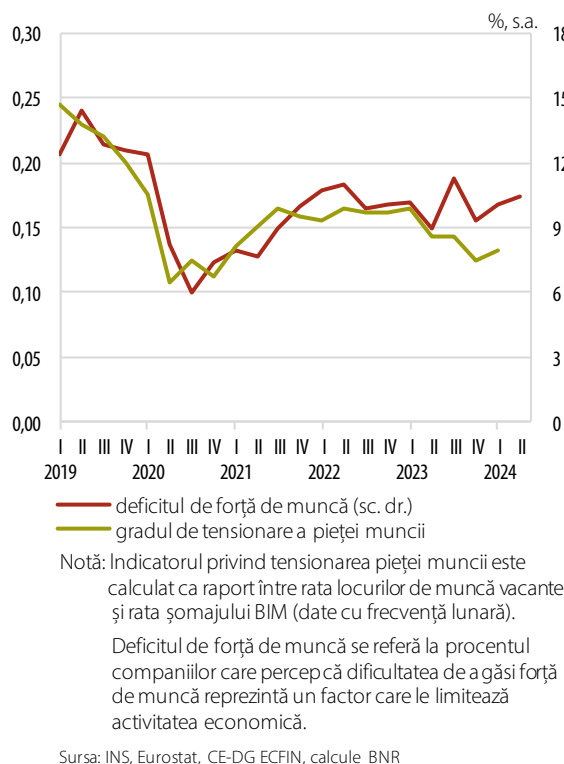
<sup>24</sup> Este posibil ca măsuri prohibitive să fie implementate în cazul produselor unde UE este mai expusă pe latura exporturilor către această țară, cum ar fi carnea, băuturile alcoolice, automobilele cu motoare pe combustie, industria aeronautică, moda de lux, produsele farmaceutice sau produsele cosmetice.

Grafic 2.9. Efectivul salariaților din economie



Dinamica anuală a efectivului de salariați din economie a rămas pozitivă, însă a continuat să se tempereze până la 0,9 la sută în trimestrul I și 0,7 la sută în intervalul aprilie-mai 2024 (de la 1 la sută în trimestrul IV 2023). Principala contribuție la decelerare a revenit serviciilor, mai ales sectorului IT&C, într-un context internațional de ajustare a schemelor de personal, dar și celor adresate întreprinderilor. O ușoară încetinire a angajărilor s-a observat și în construcții, însă dinamica s-a păstrat superioară nivelului înregistrat pe ansamblul economiei (la aproximativ 2 la sută), pe fondul proiectelor ample de infrastructură în desfășurare. În industrie, numărul de angajați a continuat să stagneze, majoritatea ramurilor înregistrând extinderi de personal modeste, ritmurile mai alerte ale recrutărilor fiind relativ izolate (industria alimentară, cea a băuturilor, fabricarea hârtiei, farma, producția de construcții metalice și cea a altor mijloace de transport). În comerț a avut loc o revigorare a angajărilor (în special în intervalul aprilie-mai, marcat de sărbătorile pascale), în corelație cu extinderea activității consemnată de la debutului anului. În sectorul bugetar dinamica efectivului de salariați a încetinit la 0,9 la sută în trimestrul I și lunile aprilie-mai, față de 1,2 la sută la finele anului 2023, Grafic 2.9.

Grafic 2.10. Gradul de tensionare a pieței muncii

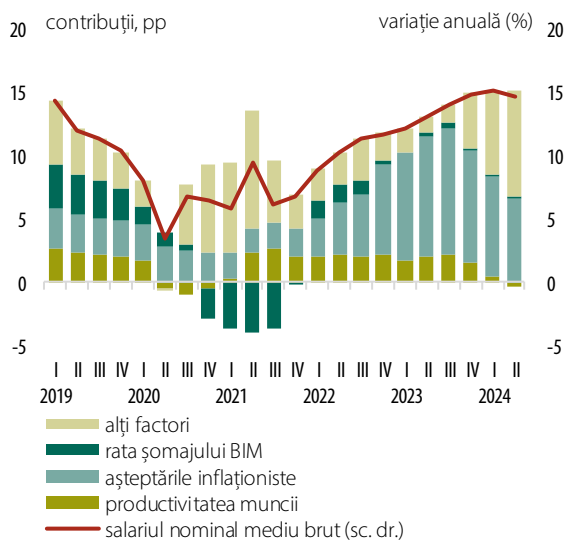


Rezultatele sondajului DG ECFIN privind ocuparea sugerează o creștere a cererii de forță de muncă pe termen scurt, indicatorul aferent plasându-se la 107,2 puncte în trimestrul II 2024 (+1,3 puncte față de trimestrul I 2024), dar nu este exclus ca rigiditatea ofertei de forță de muncă să constituie un factor inhibitor. La nivel sectorial, intenții solide de angajare se remarcă doar în comerț și servicii, în timp ce în industrie valorile negative ale indicatorului se accentuează, sugerând restrângeri de personal, iar în construcții perspectiva mai optimistă din aprilie s-a corectat în următoarele două luni, media trimestrului II plasându-se la 0,1 puncte, sub nivelul oricum modest din intervalul anterior.

Rata locurilor de muncă vacante s-a stabilizat la 0,7 la sută în trimestrul I, concomitent cu o diminuare mai pronunțată a ratei șomajului BIM, până la 5,3 la sută în medie în primele cinci luni ale anului 2024 (față de 5,6 la sută în trimestrul IV 2023), evoluțiile semnalând o anumită creștere a gradului de tensionare pe piața muncii. În același timp, conform celui mai recent sondaj DG ECFIN, procentul

companiilor care identifică problema lipsei de personal drept o constrângere asupra activității s-a majorat ușor în trimestrul II 2024, deficitul de forță de muncă afectând, în principal, activitatea din construcții (Grafic 2.10).

Grafic 2.11. 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), 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

Ritmul anual de creștere a salariului mediu brut pe economie s-a intensificat până la 16,7 la sută în trimestrul I 2024 (+0,3 puncte procentuale față de trimestrul IV 2023), atenuându-se până la 16,1 la sută în intervalul aprilie-mai 2024.

Accelerarea din primele 3 luni ale anului a fost imprimată exclusiv de evoluțiile din sectorul bugetar, unde variația anuală a urcat până la 19,6 la sută în trimestrul I, iar mai departe până la 20,3 la sută în intervalul aprilie-mai (față de 16,4 la sută în octombrie-decembrie 2023), ca urmare a unei noi runde de majorări salariale acordate angajaților din învățământ, dar și a unor creșteri în domeniul sănătății. În schimb, dinamica salarială din sectorul privat s-a temperat de la 16,4 la sută în trimestrul IV 2023 până la 15,9 la sută în trimestrul I și 15 la sută în aprilie-mai, reflectând gradual influența descendentă a așteptărilor inflaționiste, precum și susținerea tot mai redusă din partea productivității muncii. De altfel, specificațiile de tipul Curbei Phillips care explică evoluția salarială pe baza factorilor fundamentali surprind, începând cu ultima parte a anului 2023, rolul semnificativ și în creștere al factorilor exogeni,

în asociere cu politica de venituri adoptată de autorități, caracterizată de majorări repetate ale salariului minim și a celor din sectorul bugetar (Grafic 2.11).

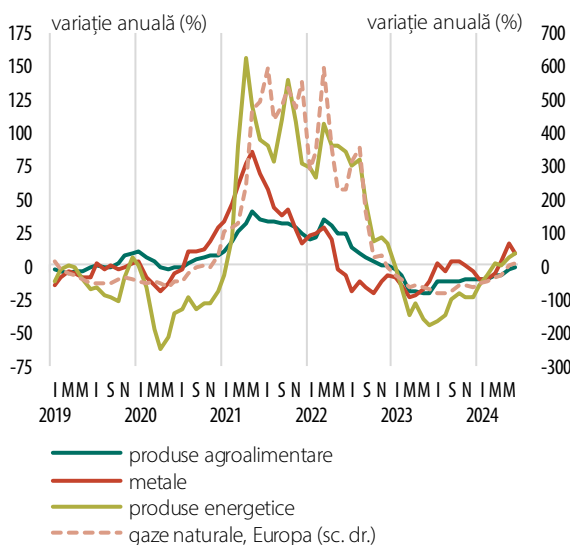
## 2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

În trimestrul I 2024, dat fiind contextul relativ favorabil pe piețele materiilor prime, prețurile de import și cele de producție (industriale și agricole) și-au păstrat dinamica anuală negativă. În cazul celor din urmă, evoluția s-a menținut și în lunile aprilie-mai, dar în perioada următoare nu este exclusă o inversare de tendință, în condițiile în care o serie de cotații și-au reluat mișcarea ascendentă.

### 2.1. Prețurile de import

Pe fondul perspectivelor îmbunătățite ale activității industriale la nivel internațional și al acutizării unor tensiuni geopolitice în prima parte a trimestrului II 2024, indicele agregat al materiilor prime calculat de Banca Mondială și-a inversat tendința,

Grafic 2.12. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

consemnând o creștere anuală de 4,6 la sută, ulterior contracției de 6,8 la sută din primul trimestru al anului, Grafic 2.12.

Astfel, dinamica anuală a prețurilor bunurilor energetice a revenit în teritoriul pozitiv (4,9 la sută), după scăderea de -7,7 la sută din primele trei luni ale anului. În structură, cotația Brent a avut o traiectorie gradual ascendentă în primele luni ale anului, pe fondul intensificării tensiunilor geopolitice în Orientul Mijlociu, cu un salt în luna aprilie peste nivelul de 90 dolari SUA/baril, odată cu acutizarea conflictului dintre Iran și Israel. Depășirea acestui episod s-a transpus într-o re poziționare a cotației la valori ceva mai reduse, dar care au depășit, în general, 80 dolari SUA/baril.

Pe piața europeană a gazelor naturale gradul de umplere a depozitelor s-a menținut ridicat.

Totuși, o serie de probleme privind aprovizionarea cu GNL<sup>25</sup> și existența unui risc de întrerupere a livrărilor din Rusia către UE<sup>26</sup> au favorizat re poziționarea cotațiilor pe o pantă ascendentă, acestea înregistrând o variație anuală de -11,5 la sută în trimestrul II, față de -48 la sută în trimestrul I.

Prețurile metalelor au avut, în general, o evoluție stabilă pe parcursul primului trimestru, valorile fiind inferioare celor consemnate în prima parte a anului anterior, însă în trimestrul II dinamica anuală a revenit în teritoriul pozitiv la peste 9 la sută, cu un vârf în luna mai, pe fondul unor preocupări legate de aprovizionare, al semnalelor de la acel moment de redresare a activității industriale globale, stimulată de expansiunea sectorului de energie regenerabilă, precum și al anunțului măsurilor de sprijinire a sectorului rezidențial din China. Spre sfârșitul trimestrului, stocurile însemnate de aluminiu și extinderea producției de profil din China au favorizat temperarea cotațiilor respective, o evoluție similară consemnând și minereul de fier, în condițiile în care exporturile Australiei au avansat vizibil, iar China intenționează să reducă producția de oțel, pe fondul restrângerii cererii interne.

La nivelul materiilor prime alimentare, presiunile au rămas relativ scăzute, dar contracția anuală s-a diminuat de la 9,4 la sută în primul trimestru la 4,3 la sută în intervalul aprilie-iunie, pe fondul unor așteptări mai puțin optimiste privind recolta la nivel internațional. În structură, tendința a fost cvasigeneralizată, cu excepția zahărului, în cazul căruia estimările privind producția sunt favorabile.

Mișcarea cotațiilor materiilor prime din primele luni ale anului s-a regăsit și la nivelul prețurilor de import. Astfel, în primul trimestru al anului indicele valorii unitare a importurilor s-a menținut subunitar (95,7 la sută), valoarea fiind cu

<sup>25</sup> Cererea robustă a economiilor asiatice a limitat oferta disponibilă pentru Europa.

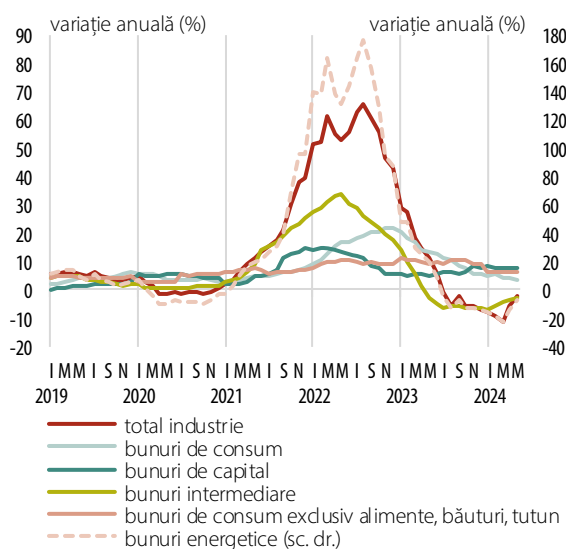
<sup>26</sup> Ca urmare a unor dispute juridice care blochează plățile companiilor europene.

2,6 puncte procentuale sub cea din trimestrul anterior, iar grupele de produse caracterizate de indici subunitari sau în scădere comparativ cu perioada anterioară au devenit preponderente. Evoluția s-a observat și în cazul majorității bunurilor importate cu pondere în coșul de consum, atât mărfuri alimentare (de exemplu carne, zahăr, grăsimi), cât și nealimentare (pentru mijloacele de transport, indicele valorii unitare a importurilor a devenit subunitar, după doi ani și jumătate de valori care semnalau majorări).

## 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În perioada aprilie-mai 2024, variația anuală negativă a prețurilor producției industriale pe piața internă a cunoscut o atenuare comparativ cu trimestrul I

Grafic 2.13. Prețurile producției industriale pentru piața internă



(+5,4 puncte procentuale, până la -4 la sută) – Grafic 2.13. Grupa bunurilor energetice a avut un aport decisiv în acest sens, însă pe fondul manifestării unui efect statistic, evoluțiile curente indicând scăderi similare celor din perioada anterioară. O temperare a contracției au consemnat și prețurile bunurilor intermediare, cotațiile metalelor fiind impulsionate de semnalele privind revigorarea activității din China, dar și de sancțiunile impuse Rusiei de SUA și Marea Britanie (cu potențial efect pe latura ofertei). În sens opus, traiectoria descrescătoare a variației anuale a prețurilor din industria bunurilor de consum s-a menținut deocamdată, dar nu este exclusă apariția unui punct de inflexiune, în condițiile în care unele cotații și-au reluat mișcarea ascendentă în trimestrul II.

Pentru perioada următoare nu se întrevăd modificări semnificative în dinamica prețurilor de producție,

soldul conjunctural din sondajul DG ECFIN pentru trimestrului II 2024 plasându-se la o valoare ușor inferioară celei din trimestrul I. Totuși, presiuni s-ar putea manifesta din partea cotațiilor gazelor naturale și ale energiei electrice.

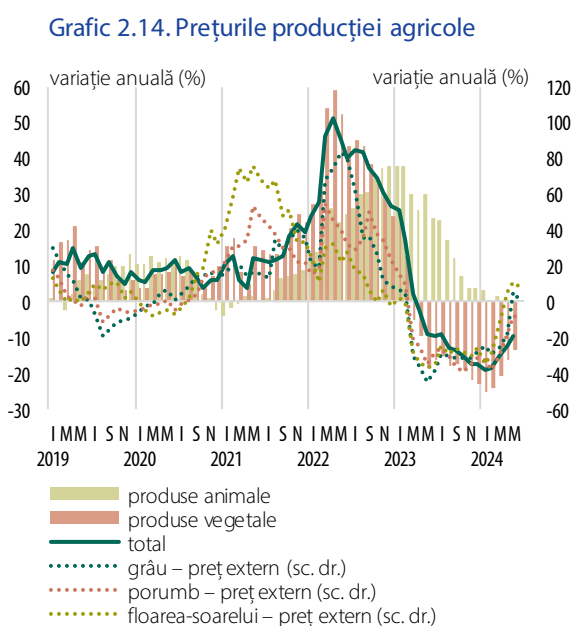
Prețurile bunurilor energetice și-au diminuat cu 8,7 puncte procentuale amplitudinea contracției anuale în perioada aprilie-mai comparativ cu trimestrul I, până la -10,8 la sută, imprimând parcursul prețurilor de producție pentru piața internă de la nivel agregat. Această dinamică are la bază un efect statistic; în perioada aprilie-mai, similar evoluției observate la nivel european, cotațiile spot pe piețele interne *en gros* ale gazelor și energiei electrice au rămas la niveluri modeste, consumul fiind în continuare restrâns, în condițiile activității industriale care se redresează doar gradual și în manieră volatilă. Capacitățile de producție a energiei solare intrate recent în funcțiune au favorizat înregistrarea de valori negative ale prețurilor în unele intervale orare din luna aprilie, dar aceste situații au avut totuși un impact restrâns, întrucât construirea sistemelor de stocare se află în fază incipientă. Totuși, începând cu a doua parte a intervalului analizat, prețurile de pe piața locală au urmărit tendința externă și s-au



majorat, un aport revenind și unor influențe nefavorabile de pe latura ofertei interne (producția de energie hidro afectată de secetă, revizia derulată la Nuclearelectrica). În ramura de prelucrare a țițeiului prețurile au crescut în termeni anuali, dar mișcarea înglobează, și de această dată, efecte statistice, dat fiind că saltul consemnat în aprilie a fost succedat de o comprimare amplă a prețurilor o lună mai târziu, pe seama detensionării pieței petrolului.

O evoluție similară, dar mai moderată, au consemnat și prețurile bunurilor intermediare, a căror dinamică anuală a ajuns la -3,1 la sută în intervalul aprilie-mai (+2,8 puncte procentuale). Diminuări ale variațiilor anuale negative au înregistrat industria chimică și industria metalurgică, în cel din urmă caz fiind resimțite cotațiile în creștere ale metalelor, cu toate că cererea internă restrânsă a rămas un factor inhibitor.

Deși în decelerare ușoară (-0,5 puncte procentuale), dinamicile anuale ale prețurilor bunurilor de capital au rămas la niveluri ridicate (7,7 la sută), mult peste media sectorului industrial, situație care va persista, în condițiile în care prețul metalelor a crescut.



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

În cazul bunurilor de consum, rata de creștere a prețurilor a continuat să se atenueze în perioada aprilie-mai (-0,8 puncte procentuale, până la 4,0 la sută), exclusiv pe seama grupei produselor de uz curent. În industria alimentară, prețurile de producție au scăzut cu 0,3 la sută în termeni anuali, menținându-și traiectoria relativ stabilă pe care s-au situat de la jumătatea anului anterior, date fiind presiunile încă limitate de pe piețele materiilor prime alimentare. La nivelul prețurilor de producție ale bunurilor de consum exclusiv alimente, băuturi și tutun ritmul anual a oscilat în acest an în jurul valorii de 6,5 la sută.

În intervalul aprilie-mai 2024, variațiile anuale consemnate de prețurile producției agricole au rămas negative (-11 la sută), deși mai puțin pronunțate, în condițiile în care pe segmentul vegetal prețurile și-au temperat declinul (până la

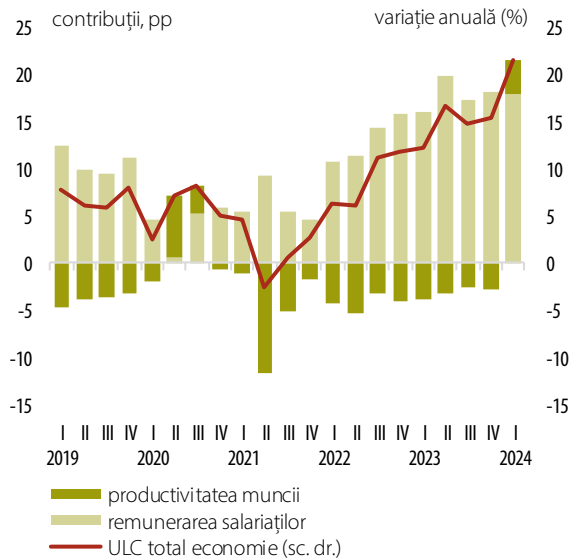
-15,1 la sută), Grafic 2.14. Având în vedere perspectivele mai puțin optimiste privind oferta agricolă internațională și tendința prețurilor interne de a se alinia evoluțiilor externe, este posibil ca mișcarea ascendentă să continue. În cazul prețurilor produselor animale coborârea ritmului anual de creștere spre zero (de la 1,6 la sută în trimestrul I) a fost susținută de toate sortimentele de carne și a fost asociată atât manifestării unor efecte de bază favorabile, cât și majorării producției autohtone comparativ cu intervalul similar din anul anterior.



### Costurile unitare cu forța de muncă

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a înregistrat un salt în trimestrul I 2024, până la 21,6 la sută (față de 15,4 la sută în

Grafic 2.15. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: INS, calcule BNR

intervalul anterior), în contextul în care încetinirea activității economice nu a fost însoțită de ajustări la nivelul forței de muncă, nici pe partea de ocupare, nici pe cea de remunerare. Astfel, productivitatea muncii a scăzut cu 3,3 la sută în termeni anuali, iar ritmul remunerării pe salariat, deși a încetinit, a rămas alert (17,6 la sută, -0,9 puncte procentuale față de intervalul octombrie-decembrie 2023), generând în continuare presiuni inflaționiste pe această filieră (Grafic 2.15).

În industrie, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare s-a temperat până la 14,4 la sută în perioada aprilie-mai, de la 18,1 la sută în precedentele două trimestre. Perspectiva producției autohtone se menține una relativ rezervată, cel puțin până când nu are loc o consolidare mai evidentă a cererii externe. În același timp, la nivelul forței de muncă nu au avut loc modificări notabile față de intervalele anterioare: schema de personal a fost, în linii mari, stabilă, iar

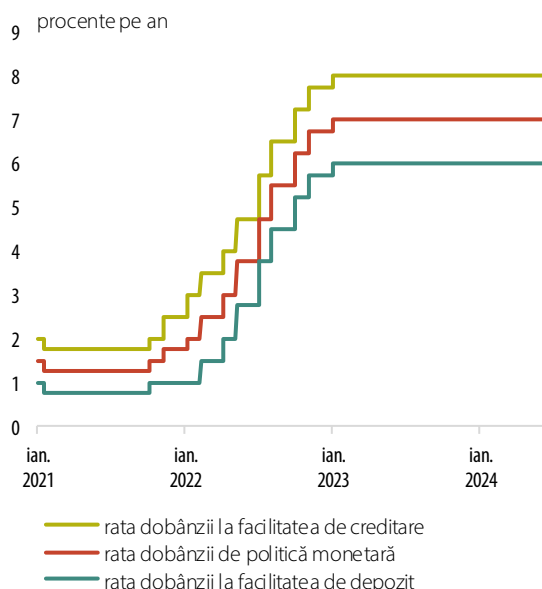
ritmul salariilor s-a păstrat alert, deși în reducere ușoară (13,7 la sută în aprilie-mai, de la 14,1 la sută în primul trimestru și 16,3 la sută în trimestrul IV 2023). Atenuarea dinamicii costurilor salariale unitare a fost cvasigeneralizată, ramurile industriale care au înregistrat încă variații mai ample (peste 20 la sută) fiind sectorul băuturilor, prelucrarea țîțeiului, fabricarea cauciucului și a maselor plastice și industria produselor electronice.

# 3. Politica monetară și evoluții financiare

## 1. Politica monetară

BNR a prelungit în luna mai 2024 statu-quo-ul ratelor dobânzilor reprezentative, pentru ca în iulie să reducă cu 0,25 puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară – până la nivelul 6,75 la sută – și ratele dobânzilor aferente facilității de creditare și celei de depozit, la 7,75 la sută, respectiv 5,75 la sută (Grafic 3.1). 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) în acest interval. Prin aceste decizii s-a urmărit asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută  $\pm 1$  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 într-un context în care, după creșterea înregistrată în ianuarie 2024, rata anuală a inflației a scăzut ușor, revenind în martie la nivelul de la finele anului trecut – încă considerabil deasupra intervalului țintei –, iar noua prognoză pe termen mediu a reconfirmat perspectiva scăderii acesteia de-a lungul următoarelor opt trimestre într-un ritm mult încetinit față de 2023 și chiar ceva mai lent pe termen scurt decât s-a anticipat anterior.

Astfel, rata anuală a inflației s-a redus în pași mici după creșterea din ianuarie, ajungând în martie la un nivel similar celui de la finele anului trecut, de 6,61 la sută<sup>27</sup>, ca urmare a efectelor de sens opus, relativ egale, generate în trimestrul I, pe de o parte, de creșterile de dinamică consemnate de prețurile energiei electrice, combustibililor și produselor din tutun – pe fondul unui efect de bază, al majorărilor

de accize și al ascensiunii cotației țigărilor – și, pe de altă parte, de decelerarea inflației de bază și de scăderea dinamicii prețurilor LFO. La rândul ei, decelerarea inflației CORE2 ajustat a încetinit în trimestrul I comparativ cu precedentele două trimestre,

<sup>27</sup> De la 7,23 la sută în februarie.

rata anuală a acesteia coborând la 7,1 la sută în martie<sup>28</sup>, în condițiile temperării ritmului dezinflației mai ales pe segmentul produselor alimentare, dar și în cazul mărfurilor nealimentare și în cel al serviciilor, ale căror dinamici anuale au rămas foarte ridicate.

În același timp, noua prognoză pe termen mediu a reconfirmat perspectiva descreșterii ratei anuale a inflației de-a lungul orizontului prognozei într-un ritm mult încetinit față de 2023, dar și pe o traiectorie ceva mai ridicată pe termen scurt decât cea evidențiată în prognoza din februarie. Astfel, rata anuală a inflației era așteptată să se reducă în decembrie 2024 la 4,9 la sută, față de nivelul de 4,7 la sută anticipat anterior, și să coboare doar marginal în interiorul intervalului țintei la finele orizontului proiecției, respectiv la 3,4 la sută în luna martie 2026, în linie cu previziunile precedente.

Descrescerea se anticipa a fi antrenată pe mai departe prioritar de factorii pe partea ofertei. Acțiunea lor dezinflaționistă urma să slăbească însă progresiv, și mai pronunțat pe termen scurt decât în proiecția precedentă, în contextul influențelor în atenuare așteptate să decurgă din efecte de bază și din corecții descendente ale cotațiilor mărfurilor agroalimentare, dar și pe fondul dinamicilor relativ mai ridicate previzionate pe segmentele combustibili și produse din tutun în următoarele trimestre. Totodată, evoluția cotației țigărilor și a altor materii prime rămânea o sursă de riscuri inflaționiste, cel puțin pe termen scurt, mai ales în contextul tensiunilor geopolitice.

La rândul lor, presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali erau anticipate să persiste și să se atenueze doar ușor pe orizontul proiecției, similar evaluărilor anterioare, dată fiind perspectiva restrângerii foarte lente a excedentului de cerere agregată pe parcursul următoarelor opt trimestre și a menținerii acestuia la o valoare semnificativă la finele orizontului de prognoză<sup>29</sup>. Totodată, creșterea costului unitar cu forța de muncă era așteptată să se tempereze doar ușor în anul curent, rămânând vizibil mai alertă decât în proiecția precedentă.

În același timp, incertitudini și riscuri crescute decurgeau din conduita politicii fiscale și a celei de venituri, având ca surse în 2024 rezultatul execuției bugetare din primele luni ale anului, dinamica salariilor din sectorul public și impactul integral al noii legi a pensiilor. Dincolo de acest orizont de timp, riscurile crescute erau asociate însă măsurilor fiscale și bugetare potențial implementate în viitor în scopul realizării corecției fiscale și al poziționării deficitului bugetar pe o traiectorie descrescătoare sustenabilă și compatibilă cu cerințele procedurii de deficit excesiv și cu condiționalitățile atașate altor acorduri încheiate cu CE.

Incertitudini și riscuri la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau să genereze însă și războiul din Ucraina și

<sup>28</sup> De la 8,4 la sută în decembrie 2023. Decelerarea a avut ca determinanți și în acest interval efecte de bază dezinflaționiste, corecții ale cotațiilor mărfurilor agroalimentare și măsura de plafonare a adaosului comercial la produse alimentare de bază, precum și dinamica în scădere a prețurilor importurilor. În sens opus au acționat moderat efecte directe și indirecte ale măsurilor fiscale aplicate în debutul anului curent și nivelul mai ridicat al anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt, precum și noile creșteri de costuri salariale consemnate spre finele anului trecut, transferate, cel puțin parțial, asupra prețurilor unor servicii și bunuri, inclusiv pe fondul redinamizării consumului privat.

<sup>29</sup> Aceasta avea ca premise și fundamente previziunile privind accelerarea progresivă a creșterii economice în 2024 și 2025, și ceva mai pronunțată decât s-a anticipat anterior, în condițiile temperării inflației și ale redresării treptate a cererii externe, dar mai ales pe fondul conduitei politicii fiscale și al utilizării fondurilor europene aferente instrumentului „Next Generation EU”.

conflictul din Orientul Mijlociu, precum și evoluțiile economice din Europa, dar și absorbția fondurilor europene, îndeosebi a celor aferente programului „Next Generation EU”, date fiind condiționalitățile atașate.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației și-a accelerat scăderea în primele două luni ale trimestrului II, coborând în luna mai sub nivelul prognozat, la 5,12 la sută, în principal ca urmare a ieftinirii substanțiale a energiei, îndeosebi a gazelor naturale, sub influența modificărilor legislative aplicate începând cu aprilie 2024, precum și pe fondul continuării descreșterii dinamicii prețurilor alimentelor. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să scadă gradual, așa cum s-a anticipat, reducându-se la 6,3 la sută în mai, în condițiile în care ritmul dezinflației a încetinit și mai mult pe segmentul alimentelor procesate, dar s-a menținut constant pe cel al mărfurilor nealimentare și a accelerat ușor în cazul serviciilor, ale căror dinamici anuale au rămas totuși ridicate.

Determinante pentru comportamentul inflației de bază au fost și în acest interval efectele de bază dezinflaționiste și corecțiile descendente ale cotațiilor mărfurilor, care au slăbit însă ca influență pe segmentul alimentelor procesate, dar s-au extins și au devenit mai evidente la nivelul subcomponentelor non-alimentare ale inflației de bază. Acestea li s-au alăturat efectele scăderii dinamicii prețurilor importurilor, precum și cele decurgând din reintrarea pe un trend ușor descendent a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt, în timp ce în sens contrar au acționat moderat noile creșteri ale costului unitar cu forța de muncă consemnate în primele luni ale anului 2024, transferate, cel puțin parțial, asupra prețurilor unor bunuri și servicii, inclusiv pe fondul unei cereri de consum robuste și în creștere puternică în aprilie.

Activitatea economică s-a revigorat în trimestrul I 2024 mai puțin decât s-a anticipat, crescând cu 0,4 la sută, după comprimarea cu 0,6 la sută în trimestrul IV 2023, astfel încât excedentul de cerere agregată a continuat probabil să se restrângă în acest interval, contrar așteptărilor. Totodată, avansul în termeni anuali al PIB s-a redus semnificativ în trimestrul I, la 0,1 la sută, de la 3,0 la sută în precedentele trei luni. Descreșterea a fost provocată de această dată în principal de formarea brută de capital fix, a cărei dinamică anuală a înregistrat o scădere deosebit de amplă, de la nivelul de două cifre foarte ridicat atins în trimestrul IV 2023, în timp ce consumul gospodăriilor populației a continuat să-și accelereze creșterea în raport cu perioada similară a anului trecut. Evoluția exportului net și-a mărit influența contracționistă în trimestrul I 2024, pe fondul majorării ușoare a ecarterului dintre variația pozitivă a volumului importurilor de bunuri și servicii și cea, în continuare negativă, a volumului exporturilor. Deficitul balanței comerciale și-a menținut însă constant ritmul de creștere, iar cel de cont curent și l-a redus considerabil față de trimestrul precedent, dată fiind și accelerarea puternică a creșterii excedentului balanței veniturilor secundare în acest interval, în principal pe seama intrărilor de fonduri europene de natura contului curent.

Pe piața muncii, cele mai recente date și sondaje de specialitate erau de natură să confirme stoparea în trimestrul I 2024 a tendinței de detensionare a pieței, dată fiind și menținerea relativ constantă a ratei locurilor de muncă vacante. În același timp, ele au arătat că efectivul salariaților din economie și-a reluat creșterea lunară în aprilie, într-un ritm alert, iar rata șomajului BIM s-a mărit doar ușor în aprilie-mai, până la

5,4 la sută, după o coborâre mai pronunțată în trimestrul I, rămânând sub nivelul mediu de 5,6 la sută înregistrat în ultimele două trimestre ale anului precedent. Totodată, intențiile de angajare pe orizontul foarte scurt de timp și-au accentuat trendul ascendent pe ansamblul trimestrului II, chiar și în condițiile unei scăderi considerabile în iunie, iar deficitul de forță de muncă raportat de companii s-a mărit și în acest trimestru. De asemenea, dinamica anuală de două cifre a salariului mediu brut nominal a continuat să se majoreze în trimestrul I și a rămas constantă în aprilie, iar cea similară a costului salarial unitar și-a prelungit ascensiunea în primele trei luni ale anului pe ansamblul economiei; în industrie, aceasta s-a menținut la un nivel deosebit de înalt în trimestrul I, pentru ca în aprilie să se reducă abrupt, dar în principal pe seama unui efect de calendar.

Pe piața financiară, principalele cotații ale pieței monetare interbancare au rămas cvasistabile în mai și au înregistrat mici scăderi ulterior, în timp ce rata medie a dobânzii la creditele noi a continuat să se reducă consistent în aprilie și mai, deși mai modest decât în luna martie. Randamentele pe termen lung ale titlurilor de stat au cunoscut o ajustare descendentă moderată la mijlocul trimestrului II, dar au urcat și au rămas apoi la nivelurile mai ridicate din luna aprilie, inclusiv în contextul fluctuației așteptărilor investitorilor privind perspectiva ratei dobânzii Fed, precum și al evenimentelor politice din Europa, de natură să antreneze schimbări ale sentimentului pieței financiare internaționale și ale percepției asupra riscului asociat regiunii.

În această conjunctură, cursul de schimb leu/euro s-a menținut în mai-iunie pe palierul mai înalt pe care a revenit în a doua parte a lunii aprilie. În raport cu dolarul SUA, leul a recuperat în mai pierderea de valoare consemnată în luna precedentă, dar s-a depreciat din nou în iunie, pe fondul întăririi monedei americane pe piețele financiare internaționale.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat s-a mărit la 5,8 la sută în aprilie, după scăderea la 4,7 la sută în martie, iar în luna mai s-a situat la 5,7 la sută, în condițiile în care împrumuturile populației au continuat să-și accelereze creșterea în acest interval, în principal pe seama creditului în lei pentru consum<sup>30</sup>, în timp ce variația anuală a creditului acordat societăților nefinanciare și-a prelungit scăderea, sub influența descreșterii ritmului componente în lei<sup>31</sup>. Ponderea componente în lei în creditul acordat sectorului privat a scăzut marginal în mai, la 68,8 la sută, de la 68,9 la sută în martie 2024.

În acest context, noile evaluări au arătat că rata anuală a inflației va continua să scadă în următoarele luni pe o traiectorie semnificativ mai joasă decât cea evidențiată în prognoza pe termen mediu din mai 2024, în principal sub acțiunea dezinflaționistă a factorilor pe partea ofertei, ce se prefigura a rămâne mai intensă în perspectivă apropiată decât s-a previzionat anterior, pe fondul influențelor decurgând din efecte de bază și din modificările legislative în domeniul energiei aplicate începând cu luna aprilie. Acestea erau așteptate să se manifeste cu precădere pe segmentele energie, prețuri administrate și combustibili, dar și la nivelul subcomponentelor mărfuri

<sup>30</sup> Al cărui flux a atins un vârf istoric în aprilie și s-a diminuat doar ușor în mai.

<sup>31</sup> Aceasta a fost în mică măsură contrabalansată ca impact de majorarea dinamicii împrumuturilor în valută ale acestui sector.

nealimentare și servicii ale inflației de bază, și să fie doar în mică măsură compensate de inflexiunea anticipată a se produce în dinamica prețurilor alimentelor, sub impactul unor efecte de bază nefavorabile și al tendinței de creștere a cotațiilor unor mărfuri agroalimentare.

Existau însă incertitudini însemnate în ceea ce privește impactul exercitat în perspectivă asupra prețurilor gazelor naturale și energiei electrice de modificările legislative aplicate în aprilie, precum și în legătură cu evoluția viitoare a cotației țigăului și a altor materii prime, mai ales în contextul tensiunilor geopolitice.

Totodată, din partea factorilor fundamentali erau probabile presiuni inflaționiste ceva mai intense pe orizontul apropiat de timp decât în prognoza precedentă, în condițiile în care noile evaluări indicau creșteri trimestriale semnificative ale economiei în trimestrele II și III 2024, și mai solide decât s-a anticipat anterior<sup>32</sup>, implicând majorarea în acest interval a excedentului de cerere agregată ușor peste valorile previzionate în mai 2024, după restrângerea neașteptată din trimestrul I. În același timp, dinamica anuală a costurilor salariale unitare se anticipa a rămâne la un nivel de două cifre foarte înalt, în timp ce efecte dezinflaționiste tot mai evidente erau de așteptat pe acest orizont de timp din decelerarea creșterii prețurilor importurilor și din ajustarea descendentă graduală a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt.

Incertitudini și riscuri crescute continuau să decurgă din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, având în vedere, pe de o parte, execuția bugetară din primele cinci luni ale anului, dinamica salariilor din sectorul public și impactul integral al noii legi a pensiilor, iar, pe de altă parte, măsurile fiscal-bugetare potențial implementate în perspectivă în vederea continuării consolidării bugetare.

Surse de incertitudini și riscuri la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, rămăneau însă și războiul din Ucraina și conflictul din Orientul Mijlociu, evoluțiile economice din Europa, precum și absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”.

Acest context, caracterizat prin scăderea ratei anuale a inflației pe o traiectorie semnificativ mai joasă decât cea anticipată anterior, inclusiv în perspectivă apropiată, dar și prin incertitudini încă ridicate asociate evoluțiilor pe orizontul mai îndepărtat de timp, a justificat o scădere prudentă 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.

Astfel, în ședința din 5 iulie 2024, Consiliul de administrație al BNR a hotărât reducerea ratei dobânzii de politică monetară cu 0,25 puncte procentuale, la 6,75 la sută. Totodată, ratele dobânzilor aferente facilității de creditare și celei de depozit au fost coborâte în pas similar, la 7,75 la sută, respectiv 5,75 la sută. În același timp, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelurile în vigoare.

<sup>32</sup> Acestea implicau o redresare progresivă a dinamicii anuale a PIB pe parcursul celor două trimestre, după scăderea semnificativă din primele trei luni ale anului.

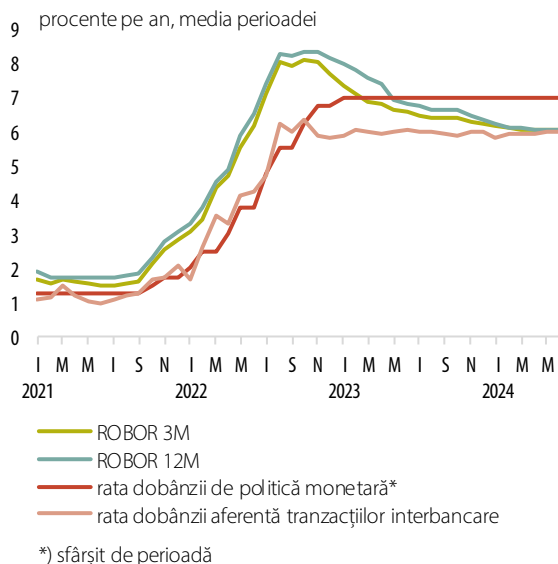
## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

În trimestrul II 2024, randamentul mediu zilnic al tranzacțiilor interbancare<sup>33</sup> și-a redus vizibil oscilațiile în jurul ratei dobânzii la facilitatea de depozit, iar cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare au rămas cvasiconstante în aprilie-mai și au consemnat scăderi minore în iunie. Cursul de schimb leu/euro a revenit la mijlocul lunii aprilie și s-a menținut în următoarele două luni pe palierul mai înalt pe care a urcat temporar la începutul anului curent. Dinamica anuală a lichidității din economie și-a reluat ascensiunea pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului II, într-un ritm totuși lent, iar cea a creditului acordat sectorului privat s-a mărit după descreșterea din precedentele trei luni.

### 2.1. Ratele dobânzilor

În trimestrul II, randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare și-a redus vizibil oscilațiile în jurul limitei inferioare a coridorului ratelor dobânzilor, majorându-se pe ansamblul perioadei cu 0,10 puncte procentuale față de precedentele trei luni, până la 5,99 la sută<sup>34</sup>.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



Evoluția a continuat să reflecte comportamentul ratelor dobânzilor pe scadențele mai scurte, de până la o săptămână, în contextul persistenței unui excedent de lichiditate deosebit de amplu pe piața monetară, drenat pe mai departe de către banca centrală prin intermediul facilității de depozit<sup>35</sup>.

Cotațiile ROBOR 3M-12M au rămas cvasiconstante în primele două luni ale trimestrului II, iar în iunie au consemnat scăderi minore, probabil pe fondul consolidării anticipațiilor instituțiilor de credit privind reducerea în perspectivă apropiată a ratelor dobânzilor reprezentative de către BNR, dată fiind și scăderea accelerată și peste așteptări a ratei anuale a inflației în lunile aprilie și mai. Astfel, mediile trimestriale ale cotațiilor și-au temperat descreșterea față de intervalul precedent, ajungând la 6,04 la sută în cazul maturității de 3 luni (-0,06 puncte procentuale), respectiv la 6,06 la sută și 6,07 la sută pe termenele

de 6 luni și 12 luni (-0,08 puncte procentuale) (Grafic 3.2).

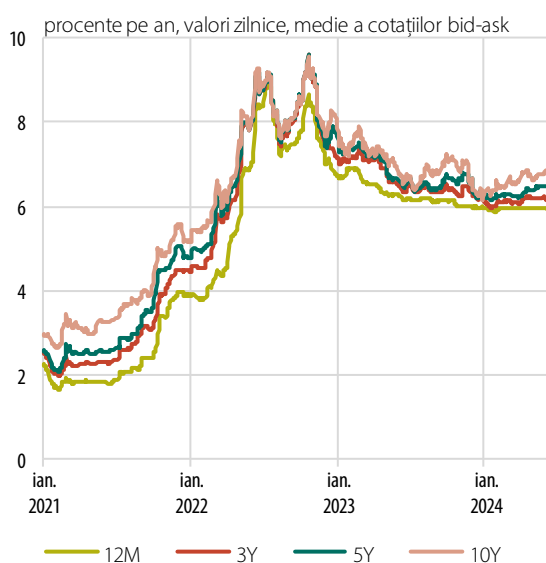
<sup>33</sup> Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară, ponderată cu volumul tranzacțiilor.

<sup>34</sup> Medie ponderată cu volumul tranzacțiilor.

<sup>35</sup> Stocul mediu zilnic al acestor plasamente s-a redus ușor pe ansamblul intervalului aprilie-iunie 2024, la 48,7 miliarde lei, de la 50,9 miliarde lei în trimestrul I.

Pe piața titlurilor de stat, evoluțiile au receptat însă intens, mai ales pe segmentul mediu și lung al maturităților, efectele creșterii volatilității sentimentului pieței financiare internaționale în trimestrul II – pe fondul revizuirilor succesive ale așteptărilor investitorilor privind perspectiva conduitei politicii monetare a Fed<sup>36</sup> –, pentru ca în ultima lună a trimestrului acestea să fie marcate de relativa deteriorare temporară a percepției asupra riscului asociat regiunii.

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



Într-un asemenea context, cotațiile de referință pe termen mediu și lung ale segmentului secundar al pieței<sup>37</sup> (5-10 ani) și-au accentuat/reluat creșterea în aprilie, iar după o moderată ajustare descendentă consemnată în prima parte a lunii mai au urcat și s-au menținut apoi la valori identice ori superioare celor atinse în prima lună a trimestrului. Cotația aferentă maturității de 3 ani s-a caracterizat printr-o mișcare similară în prima jumătate a trimestrului, dar a rămas ulterior relativ stabilă, în timp ce cotațiile pe termen scurt (6 luni, respectiv 12 luni) s-au menținut cvasiconstante de-a lungul trimestrului II (Grafic 3.3). Ca urmare a acestor evoluții, mediile lunare ale cotațiilor au crescut în iunie față de cele din martie cu până la 0,27 puncte procentuale în cazul maturităților de 5 ani și 10 ani (la 6,48 la sută, respectiv 6,81 la sută) și s-au mărit ușor pe scadența de 3 ani (+0,09 puncte procentuale, până la 6,20 la sută), în timp ce pe maturitățile scurte, de 6-12 luni, acestea au rămas

practic neschimbate (la 5,95 la sută). Pe acest fond, curba randamentelor a continuat să își accentueze înclinația pozitivă.

Evoluții relativ similare au avut și randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor pe piața primară<sup>38</sup>, în condițiile în care cele aferente titlurilor cu maturități de 5 ani, 7 ani și 10 ani s-au majorat în iunie față de luna martie cu până la 0,25 puncte procentuale (la 6,62 la sută, 6,69 la sută, respectiv 6,82 la sută), iar pe scadența de 12 luni ele au rămas aproape constante (la 6,02 la sută). Pe ansamblul trimestrului II, valoarea titlurilor emise a crescut cu 4 miliarde lei față de precedentele trei luni,

<sup>36</sup> În luna aprilie, s-au conturat expectații privind menținerea neschimbată a ratei dobânzii Fed pentru o perioadă mai extinsă de timp, în principal ca urmare a dinamicii peste așteptări a inflației din SUA. În prima parte a lunii următoare, așteptările investitorilor privind inițierea ciclului de scădere a ratei dobânzii de către Fed în luna septembrie 2024 au crescut însă tot mai mult, pentru ca ulterior o probabilitate mai mare să fie atribuită, temporar, inițierii în decembrie a acestui ciclu. Revizuirile au fost antrenate de caracterul mixt al semnalelor transmise succesiv de datele privind piața muncii, precum și de comunicarea de politică monetară a Fed, incluzând preocupările membrilor FOMC privind persistența inflației încă ridicate relevate de minuta ședinței din 30 aprilie – 1 mai (publicată în data de 22 mai). Pe acest fond, randamentele titlurilor de stat pe termen lung din SUA și-au accelerat creșterea în aprilie, pentru ca apoi să se angreneze într-o mișcare descendentă, dar puternic fluctuantă.

<sup>37</sup> Medii ale cotațiilor bid-ask.

<sup>38</sup> În trimestrul II, MF a emis lunar titluri de stat prin programul „Tezaur” cu maturități de 1 an și 3 ani la randamente de: (i) 6,10 la sută, respectiv 6,85 la sută, în aprilie, (ii) 6,00 la sută, respectiv 6,85 la sută, în mai, și (iii) 6,00 la sută, respectiv 6,85 la sută, în iunie. De asemenea, în aprilie au fost puse în circulație titluri de stat pentru populație prin programul „Fidelis”, atât în lei, cu maturități de 1 an și 3 ani, la randamente de 6,00 la sută și 6,85 la sută, în valoare totală de circa 1,3 miliarde lei, cât și în euro, cu maturități de 1 an și 5 ani, la randamente de 4,00 la sută, respectiv 5,00 la sută, în valoare de 383 milioane euro. În plus, MF a emis în luna mai pe piața externă euroobligațiuni denominate în euro, cu maturități de 8 ani și 13 ani, la randamente de 5,33 la sută, respectiv 5,69 la sută, în valoare totală de 3,2 miliarde euro.



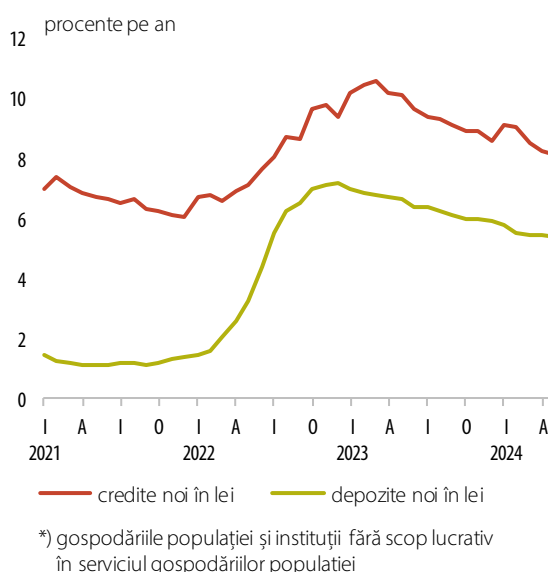
la 32,5 miliarde lei<sup>39</sup>, dar în condițiile majorării substanțiale a volumului și proporției titlurilor pe termen scurt, în detrimentul celor aferente înscrisurilor pe termene între 5 ani și 10 ani<sup>40</sup>.

Rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebancari și-a reluat scăderea în aprilie-mai, într-un ritm accelerat (-0,60 puncte procentuale, la o medie de 8,20 la sută), iar cea aferentă depozitelor noi la termen ale acestora a continuat să descrească, dar mai lent decât în precedentele două trimestre (-0,12 puncte procentuale, până la 5,36 la sută) (Grafic 3.4).

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Grafic 3.5. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației\*



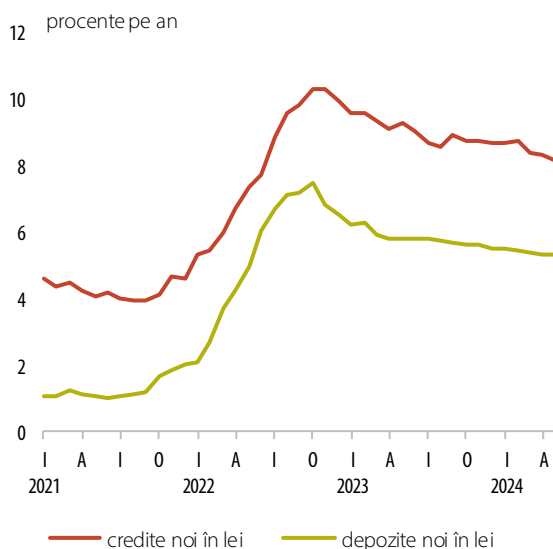
Evoluțiile descendente au fost generalizate la nivel sectorial. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației s-a redus considerabil după ce a stagnat în trimestrul I (-0,69 puncte procentuale, la 8,20 la sută), în principal pe seama accentuării declinului costului mediu cu dobânda al împrumuturilor noi pentru consum (-1,62 puncte procentuale, la 9,53 la sută), atribuibilă inclusiv intensificării concurenței pe acest segment al pieței<sup>41</sup> (Grafic 3.5). O influență mai modestă a venit și din ușoara accelerare a descreșterii ratei medii a dobânzii la creditele noi pentru locuințe (-0,23 puncte procentuale, la o valoare medie de 6,59 la sută).

<sup>39</sup> Valoarea emisiunilor nete s-a diminuat însă substanțial în trimestrul II față de precedentele trei luni (cu circa 17 miliarde lei, la 9,1 miliarde lei), în condițiile volumului ridicat, reprezentând un maxim istoric, al titlurilor ajunse la scadență în acest interval (23,4 miliarde lei).

<sup>40</sup> Pe ansamblul trimestrului II, raportul dintre volumul solicitat de dealerii primari și cel anunțat în cadrul licitațiilor s-a redus moderat (la 2,15, de la 2,28 în trimestrul anterior), iar proporția dintre volumul acceptat și cel anunțat s-a mărit ușor (la 1,67, de la 1,50 în trimestrul I).

<sup>41</sup> În Sondajul BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, ediția din luna mai 2024, instituțiile de credit au indicat creșterea concurenței din sectorul bancar drept principal factor ce a contribuit la relaxarea standardelor de creditare aferente împrumuturilor pentru consum în trimestrul I 2024, anticipată să continue în trimestrul II.

Grafic 3.6. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare



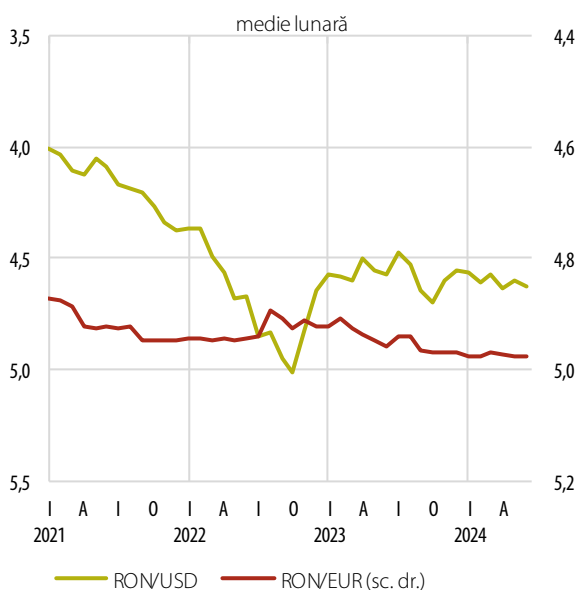
La rândul său, rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare a înregistrat pe ansamblul perioadei aprilie-mai o scădere mai pronunțată decât cea din precedentele trei luni (-0,40 puncte procentuale, la 8,21 la sută) (Grafic 3.6). Evoluția a caracterizat ambele categorii principale de credite: de valoare mică, sub echivalentul a 1 milion de euro (-0,24 puncte procentuale, până la 8,66 la sută) și de valoare mare, peste respectivul prag (-0,71 puncte procentuale, până la 7,37 la sută).

În cazul depozitelor noi la termen, rata medie a dobânzii și-a temperat scăderea atât pe segmentul populației (-0,19 puncte procentuale față de trimestrul I, până la 5,40 la sută), cât și pe cel al societăților nefinanciare (-0,09 puncte procentuale față de trimestrul I, până la 5,34 la sută).

## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a revenit la mijlocul lunii aprilie și s-a menținut în următoarele două luni pe palierul mai înalt pe care a urcat temporar la începutul anului curent (Grafic 3.7).

Grafic 3.7. Cursul de schimb nominal



Raportul leu/euro a înregistrat o creștere la mijlocul lunii aprilie, revenind la valorile mai înalte prevalente în prima parte a trimestrului I 2024, iar presiunile asupra lui au rămas relativ ridicate până la finele lunii, în condițiile deteriorării apetitului global pentru risc, sub impactul recalibrării de către investitori a traiectoriei anticipate a ratei dobânzii Fed<sup>42</sup>, dar și ca urmare a intensificării tensiunilor din Orientul Mijlociu. Mișcarea ascendentă a fost totuși mult mai modestă decât cele evidențiate în cazul cursurilor de schimb ale forintului și zlotului, iar rata de schimb leu/euro a rămas în a doua parte a intervalului relativ stabilă, inclusiv în contextul atractivității relative încă ridicate a plasamentelor în monedă națională (Tabel 3.1).

Cursul de schimb leu/euro și-a prelungit șederea pe noul palier în luna mai, pe fondul unei volatilități relativ ridicate pe piața financiară internațională, dar și al incertitudinilor asociate

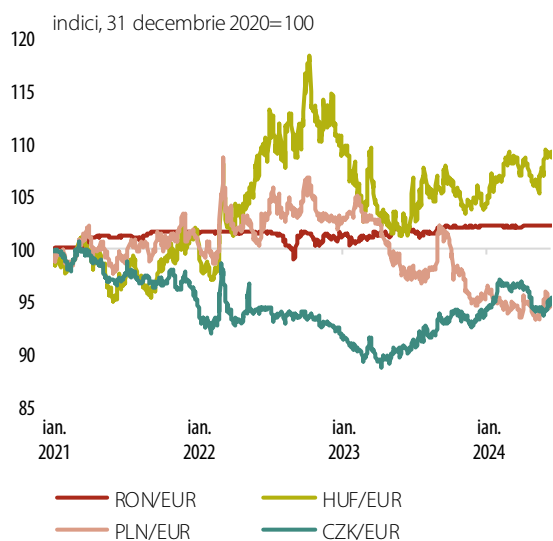
<sup>42</sup> Pe fondul evoluției peste așteptări a inflației și a parametrilor pieței muncii în SUA din lunile precedente, precum și al declarațiilor președintelui Fed privind perioada mai lungă de timp necesară pentru consolidarea încrederii în decelerarea durabilă spre țintă a inflației.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	5 luni 2023			5 luni 2024		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	10 316	14 427	-4 112	8 561	14 835	-6 275
Investiții directe	826	3 288	-2 461	1 516	4 864	-3 347
Investiții de portofoliu	80	10 894	-10 813	226	8 593	-8 367
Derivate financiare	114	0	114	24	0	24
Alte investiții	2 510	246	2 265	1 608	1 379	229
– numerar și depozite	2 202	-580	2 782	434	-337	771
– împrumuturi	14	-96	110	-125	653	-778
– altele	294	922	-627	1 298	1 063	235
Active de rezervă ale BNR (net)	6 785	0	6 785	5 186	0	5 186

\*) „+” creștere/„-” scădere

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



Pe ansamblul trimestrului II, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,1 la sută în termeni nominali<sup>44,45</sup> și și-a încetinit ritmul aprecierii în termeni reali la 0,1 la sută. Față de dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 1,1 la sută în termeni nominali și cu

<sup>43</sup> Așteptările investitorilor privind inițierea de către Fed în septembrie a ciclului de scădere a ratei dobânzii au crescut tot mai mult în prima parte a lunii, pentru ca ulterior, o probabilitate mai mare să fie atribuită inițierii în decembrie a acestui ciclu.

<sup>44</sup> Pe baza valorilor medii din iunie, respectiv martie 2024, ale cursului de schimb leu/euro.

<sup>45</sup> În același interval, coroana cehă s-a întărit față de euro cu 2,1 la sută, forintul, cu 0,1 la sută, în timp ce zlotul s-a depreciat cu 0,3 la sută.

procesului de consolidare bugetară. Moneda națională a cunoscut doar un mic episod de apreciere la mijlocul intervalului, ca urmare a ameliorării temporare a apetitului global pentru risc odată cu reconsiderarea de către investitori a perspectivei ratei dobânzii Fed<sup>43</sup>.

Raportul leu/euro a tins să rămână pe palierul mai înalt sau chiar să crească ușor în ultima lună a trimestrului, inclusiv în condițiile deteriorării temporare a percepției asupra riscului asociat regiunii ca efect al evenimentelor politice din Europa, precum și în contextul așteptărilor privind perspectiva ratei dobânzii BNR. Incertitudinile asociate mediului politic european, în conjuncție cu creșterea ecartului dintre ratele dobânzilor pe termen scurt din SUA și zona euro, au antrenat și o schimbare bruscă de direcție a cursului euro/dolar, care a scăzut astfel relativ abrupt în prima parte a lunii iunie, corectându-și în bună măsură creșterea înregistrată de la jumătatea lunii aprilie. În acest context, ratele de schimb față de euro ale principalelor monede din regiune s-au reînscris pe o traiectorie pronunțat ascendentă, revenind în preajma valorilor mai ridicate prevalente în primele patru luni ale anului (Grafic 3.8).

În raport cu dolarul SUA, leul a consemnat o pierdere de valoare spre jumătatea lunii aprilie, pe care a recuperat-o apoi până la mijlocul lunii următoare, pentru ca în iunie să se deprecieze din nou, inclusiv pe fondul întăririi monedei americane pe piețele financiare internaționale.

Rulajul pieței valutare interbancare a rămas în trimestrul II la un nivel similar celui din precedentele trei luni, în timp ce soldul negativ al tranzacțiilor s-a restrâns, pe seama operațiunilor rezidenților.

0,8 la sută în termeni reali. Din perspectiva variației anuale a mediilor trimestriale ale cursului de schimb, moneda națională și-a atenuat deprecierea în raport cu euro în trimestrul II, dar a slăbit din nou față de dolarul SUA.

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

Dinamica anuală a masei monetare (M3) și-a reluat ascensiunea, ca medie, în intervalul aprilie-mai, într-un ritm totuși lent, mărindu-se la 10,9 la sută<sup>46</sup> (de la 10,6 la sută

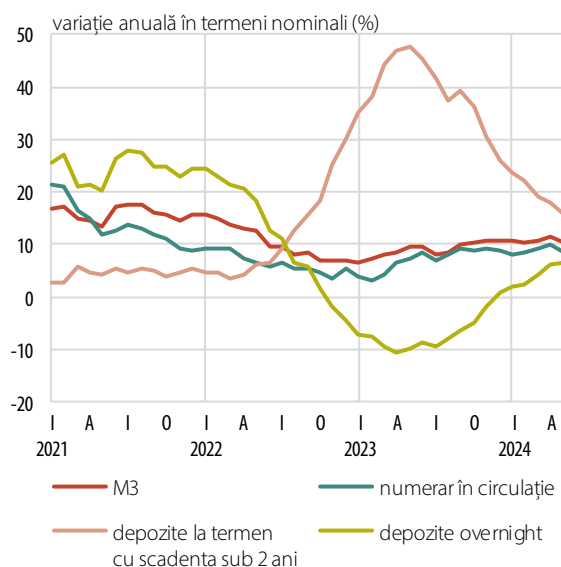
în precedentele două trimestre), în corelație cu caracteristicile execuției bugetare (Tabel 3.2).

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

	variație procentuală în termeni nominali					
	2023			2024		
	II	III	IV	I	apr.	mai.
M3	9,3	8,9	10,6	10,6	11,4	10,5
M1	-5,6	-4,0	0,8	4,3	7,3	7,1
Numerar în circulație	7,4	8,1	8,9	8,4	10,1	8,4
Depozite overnight	-9,7	-8,0	-2,0	2,8	6,3	6,6
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	46,6	39,4	30,9	21,6	17,9	15,7

Creșterea de ritm a expansiunii monetare a fost susținută de dinamica masei monetare în sens restrâns (M1), care a continuat să se mărească relativ alert, în principal ca urmare a atenuării contracției depozitelor ON în valută – îndeosebi pe segmentul societăților nefinanciare –, dar și ca efect al accelerării pe mai departe a creșterii plasamentelor ON în lei ale populației. O contribuție modestă a venit și din partea numerarului în circulație, a cărui variație anuală și-a reluat ascensiunea, atingând un vârf al ultimelor nouă trimestre (Grafic 3.9).

Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare



În același timp, depozitele la termen sub 2 ani și-au temperat pierderea de ritm comparativ cu trimestrele anterioare, în condițiile unor evoluții relativ similare la nivelul componentelor în lei și în valută, dar și la nivel sectorial. Pe acest fond, ponderea M1 în M3 a continuat să se reducă, dar mai lent, ajungând în mai la 59,2 la sută, de la 59,4 la sută în martie.

Din perspectiva principalelor categorii de deținători, avansul ușor al dinamicii M3 a fost antrenat de ritmul depozitelor populației, care și-a reluat creșterea, chiar și în condițiile sporirii considerabile a cumpărărilor de bunuri<sup>47</sup> și ale majorării mai pronunțate în termeni anuali a deținerilor de titluri de stat ale acestui sector în aprilie-mai, pe fondul creșterii robuste a venitului disponibil real, dar fluctuante la nivel lunar, dată fiind plata în devans în aprilie a pensiilor și a unor drepturi

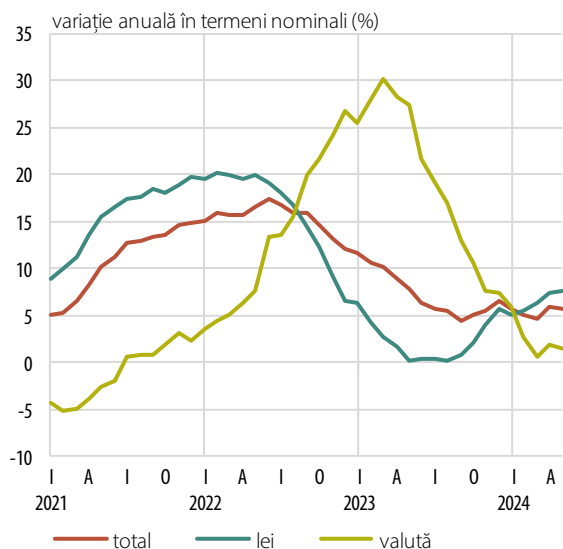
sociale aferente lunii mai. În schimb, variația anuală a depozitelor societăților nefinanciare s-a redus în raport cu trimestrul I, în contextul comprimării în termeni anuali a încasărilor din fonduri europene și al decelerării considerabile a creșterii

<sup>46</sup> În termeni reali, dinamica anuală a M3 s-a mărit mai pronunțat, la 5,1 la sută de la 3,3 la sută în trimestrul I.

<sup>47</sup> Dinamica anuală a cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul (exclusiv comerțul cu autovehicule și motocicletele) a crescut la 10,2 la sută pe ansamblul perioadei aprilie-mai, de la 6,7 la sută în trimestrul I.

încasărilor aferente investițiilor publice<sup>48</sup>, dar și în corelație cu majorarea plăților aferente unor obligații bugetare (îndeosebi impozitului pe profit) și cu scăderea dinamicii creditului acordat acestui sector pe ansamblul perioadei.

**Grafic 3.10. Creditul acordat sectorului privat pe monede**

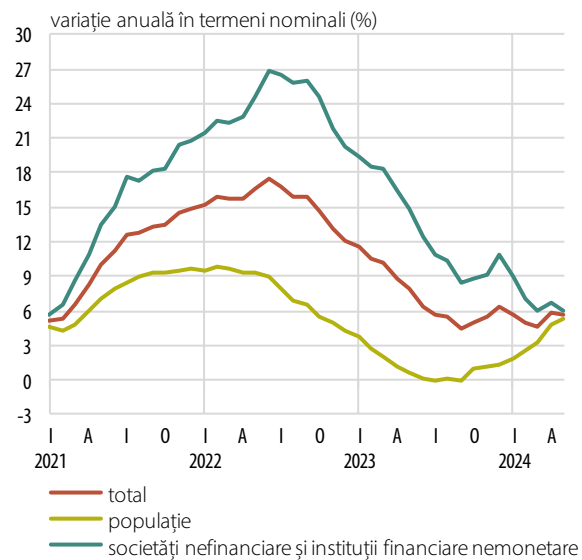


La nivelul contrapartidelor M3, influențe expansioniste au decurs pe ansamblul intervalului din mici creșteri de dinamică consemnate de creditul acordat sectorului privat și de creditul net al administrației publice centrale, precum și dintr-o scădere a ritmului pasivelor financiare pe termen lung<sup>49</sup>, în timp ce efecte de sens opus a generat variația activelor externe nete ale sistemului bancar, care a continuat să se reducă, deși mai lent decât în trimestrul anterior.

#### Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat s-a mărit în intervalul aprilie-mai la 5,8 la sută<sup>50</sup>, după descreșterea la 5,1 la sută în trimestrul I 2024, în condițiile în care componenta în monedă națională a continuat să-și accelereze creșterea, iar creditul în valută (exprimat în euro) și-a temperat din nou scăderea de ritm (Grafic 3.10). Pe acest fond, ponderea creditului în lei în total s-a redus marginal, la 68,8 la sută în mai, de la 68,9 la sută în martie.

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



Plusul de dinamică a creditului acordat sectorului privat s-a datorat integral împrumuturilor populației, care și-au mărit și în acest interval ritmul de creștere, cu aportul exclusiv al componentei în lei (Grafic 3.11). Cea din urmă a continuat să-și accelereze creșterea pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului II, în principal sub influența variației împrumuturilor pentru consum, care a urcat la un nivel de două cifre – în premieră pentru ultimele 21 de trimestre<sup>51</sup> –, în condițiile în care fluxurile cu această destinație au atins un maxim istoric în aprilie și s-au diminuat doar ușor în mai<sup>52</sup>. La rândul său, dinamica anuală relativ mai redusă a creditului pentru locuințe și-a prelungit mișcarea ascendentă, sub impulsul dat de creșterea semnificativă a volumului împrumuturilor noi. În schimb, variația anuală a creditului în valută

<sup>48</sup> Conform datelor privind execuția bugetul general consolidat.

<sup>49</sup> Inclusiv conturi de capital.

<sup>50</sup> În termeni reali, dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a crescut la 0,2 la sută, de la -1,8 la sută în trimestrul I, reintrând astfel, în premieră pentru ultimele șapte trimestre, în teritoriul pozitiv.

<sup>51</sup> Evaluare pe baza mediilor trimestriale ale ritmurilor anuale de creștere.

<sup>52</sup> Evaluare pe baza sumelor ajustate cu creditele renegotiate.

acordat populației (exprimat în euro) a continuat să-și accentueze contracția în raport cu perioada similară a anului anterior.

Dinamica anuală a creditului societăților nefinanciare și-a prelungit însă scăderea, sub impactul unei noi descreșteri de ritm consemnate de componenta în valută, mai abruptă în cazul împrumuturilor pe termen mediu și lung. Totodată, variația anuală a împrumuturilor în lei și-a stopat ascensiunea din precedentele trei trimestre, în condițiile în care accelerarea creșterii creditului pe termen scurt în acest interval a fost contrabalansată integral de declinul suferit de soldul creditului pe termen mediu și lung, inclusiv pe fondul diminuării volumului celor acordate în contextul programelor guvernamentale.

## 4. Perspectivele inflației

Prognoza ratei anuale a inflației IPC indică o continuare a tendinței de reducere pe cvasitotalitatea intervalului proiecției, însă ritmul dezinflației este anticipat să încetinească vizibil în a doua parte a acestuia. Din perspectiva componentelor, inflația CORE2 ajustat se va diminua gradual și, ulterior, mai lent pe termen mediu, în timp ce restul coșului va consemna o contribuție cumulată mai volatilă în prima parte a intervalului proiecției, reflectând inclusiv o serie de efecte de bază. Pe termen scurt, dezinflația va fi întreruptă temporar în luna iulie 2024, în principal ca urmare a scumpirii carburanților (pe fondul majorării accizei). Ulterior, inflația va reintra pe traiectoria descendentă, revenind temporar în interiorul intervalului țintei în trimestrul I 2025, la 2,9 la sută, scăderea amplă fiind explicată de efecte de bază favorabile asociate disipării impactului majorării impozitelor indirecte în ianuarie 2024. După o depășire punctuală a intervalului în trimestrul următor (3,7 la sută), cauzată, de asemenea, de efecte de bază, inflația va reveni și se va menține în jumătatea superioară a benzii de variație până la orizontul proiecției. În aceste condiții, se anticipează plasarea indicatorului la 4 la sută la finele anului curent, valoare revizuită în jos cu 0,9 puncte procentuale, cu aport decisiv din partea evoluțiilor efective recente, mai favorabile decât se preconiza anterior atât în cazul indicelui CORE2 ajustat, cât și al prețurilor bunurilor energetice. Pentru finele anului viitor este prognozat un nivel de 3,4 la sută (revizuit în jos cu 0,1 puncte procentuale), inflația urmând să atingă 3,2 la sută în iunie 2026 (orizontul prognozei). Balanța evaluată a riscurilor continuă să sugereze posibile abateri în sus ale inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază, sub spectrul unor eventuale șocuri adverse de natura ofertei ocazionate de tensiunile geopolitice multiple. Acestea li se adaugă incertitudinile privind conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, dar și riscurile provenind din partea unui grad relativ ridicat de tensionare a pieței muncii.

### 1. Scenariul de bază

#### 1.1. Ipoteze externe

Activitatea economică a partenerilor externi (aproximată prin agregatul PIB UE efectiv) a înregistrat în trimestrul I 2024 o evoluție mai favorabilă decât cea anticipată anterior. Totuși, pe termen scurt, creșterea economică rămâne afectată de condițiile financiare constrângătoare. Astfel, pentru trimestrele II și III 2024, se prefigurează creșteri trimestriale moderate ale activității economice, iar ulterior se așteaptă o tendință de stabilizare a acesteia. Pe termen mediu, este previzibilă o dinamizare a activității economice. Contribuții în acest sens sunt anticipate a proveni din partea

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2024	2025
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,0	1,7
Inflația anuală din zona euro (%)	2,5	2,2
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	2,8	2,3
Inflația anuală IPC SUA (%)	3,0	2,3
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	3,7	3,1
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,08	1,09
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	84,1	80,1

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

consolidării puterii de cumpărare a gospodăriilor populației, refacerii încrederii agenților economici, redresării cererii extracomunitare și continuării relaxării politicii monetare a BCE. Dinamica medie anuală proiectată a PIB UE efectiv a fost reevaluată, de la 0,9 la sută la 1 la sută pentru anul curent, în timp ce pentru anul 2025 a fost menținută la 1,7 la sută (Tabel 4.1).

În aceste condiții, deviația cererii externe efective a fost reevaluată ușor în sus. Aceasta este proiectată a etala un deficit de cerere până la sfârșitul anului curent, ulterior înregistrând valori ușor pozitive până la orizontul prognozei.

Proiecția privind rata medie anuală a inflației din zona euro a fost revizuită în sus comparativ cu *Raportul* anterior (+0,2 puncte procentuale atât în 2024, cât și în 2025), în principal pe seama componentei energetice (cotații mai ridicate ale petrolului), dar și a dinamicilor recente peste așteptări în cazul serviciilor. Astfel, pentru anul curent, rata medie anuală a inflației din zona euro este anticipată a se plasa la 2,5 la sută, iar pentru anul următor, la 2,2 la sută. Fluctuațiile ratei anuale a inflației de pe parcursul trimestrelor din acest an reflectă o serie de efecte de bază aferente componentei energetice. Dinamica descendentă lentă a ratei anuale a inflației *headline* oglindește evoluția anticipată a componentei servicii. Rata anuală a inflației este prognozată a atinge reperul BCE de 2 la sută abia în trimestrul IV 2025, cu un trimestru mai târziu comparativ cu ipoteza din *Raportul* anterior.

Față de evaluarea anterioară, prognoza ratei inflației IAPC exclusiv energia<sup>53</sup> din zona euro a fost menținută pentru anul curent la 2,8 la sută, iar pentru anul 2025 a fost revizuită ușor în sus, la 2,3 la sută (+0,1 puncte procentuale). În profil trimestrial, indicatorul urmează o traiectorie descendentă, mai alertă pe termen scurt și mediu decât inflația *headline*. Un rol important în dinamica ratei inflației IAPC exclusiv energia a revenit temperării graduale a creșterilor salariale, pe fondul unei piețe a muncii care rămâne, totuși, în continuare tensionată. Pe termen mediu, marjele de profit sunt așteptate să acționeze ca amortizor al transmisiei costurilor cu forța de muncă în prețurile finale ale bunurilor și serviciilor. La orizontul prognozei, trimestrul II 2026, rata inflației IAPC exclusiv energia se plasează la un nivel ușor mai ridicat față de cel al inflației *headline* (2,1 la sută, față de 1,9 la sută).

Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni a atins un punct de maxim local în trimestrul IV 2023 (4 la sută), iar în trimestrele I și II 2024 a înregistrat o serie de reduceri ușoare, traiectoria gradual descendentă fiind anticipată a continua pe parcursul întregului interval de proiecție, însă într-un ritm mai puțin susținut comparativ cu așteptările formulate în urmă cu trei luni. Rata reală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este evaluată a se menține în teritoriul pozitiv, atingând un punct de maxim în trimestrul II 2024 (pe fondul reducerii anticipațiilor privind inflația din

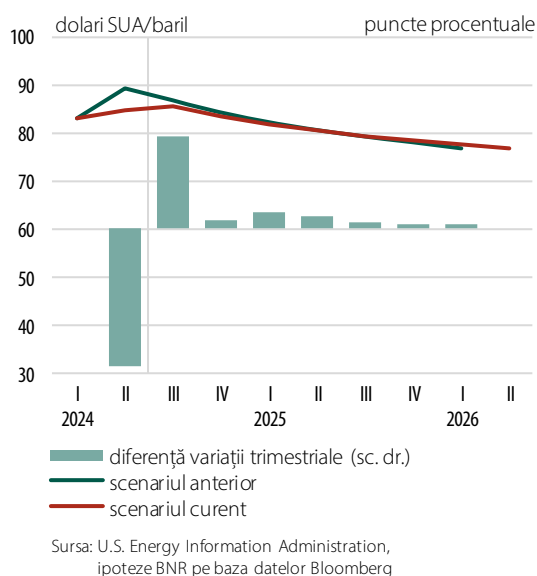
<sup>53</sup> O măsură care aproximează inflația importată a României.



zona euro), ulterior urmând a se reduce gradual pe parcursul intervalului de prognoză. Astfel, aceasta va continua să exercite un impact restrictiv asupra activității economice din zona euro, însă cu o intensitate mai pronunțată față de evaluarea anterioară, pe fondul anticipării unei reduceri mai lente a ratei nominale.

Traectoria cursului de schimb al euro față de dolarul SUA rămâne marcată de ample incertitudini. Pe termen scurt, acesta se va menține relativ stabil, iar ulterior, moneda europeană este anticipată a înregistra o apreciere treptată pe parcursul intervalului de proiecție. Această traiectorie are loc pe fondul așteptărilor privind politica monetară a BCE și, respectiv, cea a Fed.

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, în contextul perspectivelor de încetinire a activității economice globale. Astfel, la orizontul proiecției, prețul petrolului Brent este prevăzut a se plasa în jurul valorii de 77 USD/baril (Grafic 4.1). Pe latura cererii, pe termen scurt și mediu se manifestă îngrijorările cu privire la slăbirea activității economice de la nivel global, cu efect de diminuare a cererii de petrol. Pe latura ofertei, se evidențiază un nivel mai scăzut al stocurilor de petrol, susținut atât de o producție mai redusă din partea SUA, cât și de anunțul membrilor OPEC+ de extindere a acordului privind diminuarea livrărilor de țiței până la sfârșitul trimestrului III 2024. În plus, tensiunile geopolitice din Orientul Mijlociu continuă să alimenteze îngrijorările cu privire la eventuale întreruperi ale aprovizionării cu petrol din regiune. Astfel, în pofida unei traiectorii descrescătoare a

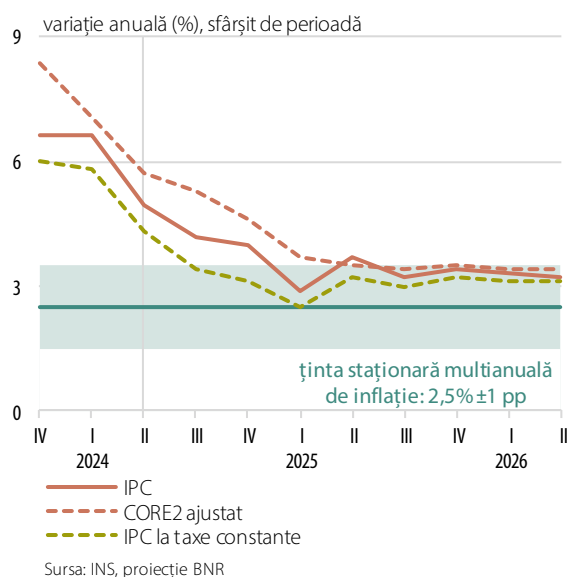
prețului petrolului indicată de cotațiile *futures*, sunt de subliniat incertitudinile ample cu privire la evoluția acestuia, cu abateri mai probabile în sus în perioada următoare.

## 1.2. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC și-a continuat scăderea în trimestrul II al anului curent, coborând la 4,94 la sută în iunie, de la 6,61 la sută în martie. La reducere au contribuit semnificativ componenta inflației de bază, dar și evoluțiile favorabile la nivelul tarifelor gazelor naturale și ale energiei electrice, precum și în cazul prețurilor volatile ale alimentelor (LFO), componentele exogene explicând, de altfel, circa jumătate din progresul înregistrat în planul dinamicii IPC în trimestrul II.

Conform scenariului de bază, tendința generală de scădere a ratei anuale a inflației IPC se va menține pe cvasitotalitatea intervalului proiecției, însă ritmul dezinflației este anticipat să încetinească substanțial în a doua parte a acestuia (Grafic 4.2). În structură, inflația de bază este proiectată să scadă gradual și, ulterior, mai lent pe termen mediu, în timp ce componentele exogene vor consemna o contribuție

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2024		2025				2026	
	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	4,2	4,0	2,9	3,7	3,2	3,4	3,3	3,2
Proiecție IPC*	3,4	3,1	2,5	3,2	3,0	3,2	3,1	3,1
Proiecție CORE2 ajustat	5,3	4,6	3,7	3,5	3,4	3,5	3,4	3,4

\*) calculat la taxe constante

cumulată mai volatilă în prima parte a intervalului proiecției, reflectând inclusiv o serie de efecte de bază.

Pe termen scurt, dezinflația va fi întreruptă temporar în luna iulie 2024, în principal pe seama scumpirilor preconizate în cazul carburanților, ca urmare a majorării accizei, și, respectiv, al gazelor naturale, în urma creșterii tarifelor de distribuție. După reluarea scăderii în luna august, rata anuală a inflației IPC este proiectată să coboare până la 4 la sută la finele anului 2024. În continuare, aceasta va fluctua semnificativ în prima parte a anului viitor, sub impactul unor efecte de bază substanțiale. Astfel, indicatorul *headline* va recepta influențe favorabile la începutul anului, ca urmare a ieșirii din baza de calcul a majorărilor de impozite indirecte din ianuarie 2024, urmând să atingă, temporar, o valoare minimă de 2,9 la sută în martie 2025. În trimestrul II 2025 se vor manifesta efecte de sens opus, asociate corecțiilor prețurilor gazelor naturale și ale LFO din trimestrul II al anului curent, iar inflația se va plasa, din nou, peste intervalul țintei, la 3,7 la sută în luna iunie 2025. Ulterior, odată cu stabilizarea influențelor tranzitorii asociate efectelor de bază din anul precedent, rata anuală a inflației va reveni în jumătatea superioară a benzii de variație. Astfel, indicatorul este proiectat să atingă 3,4 la sută la finele anului viitor și 3,2 la sută în iunie 2026 (Tabel 4.2). În aceste condiții, cu excepția evoluției extrem de favorabile din trimestrul I 2025, încadrarea persistentă a ratei anuale a inflației în

intervalul asociat țintei de inflație se va produce din trimestrul III 2025.

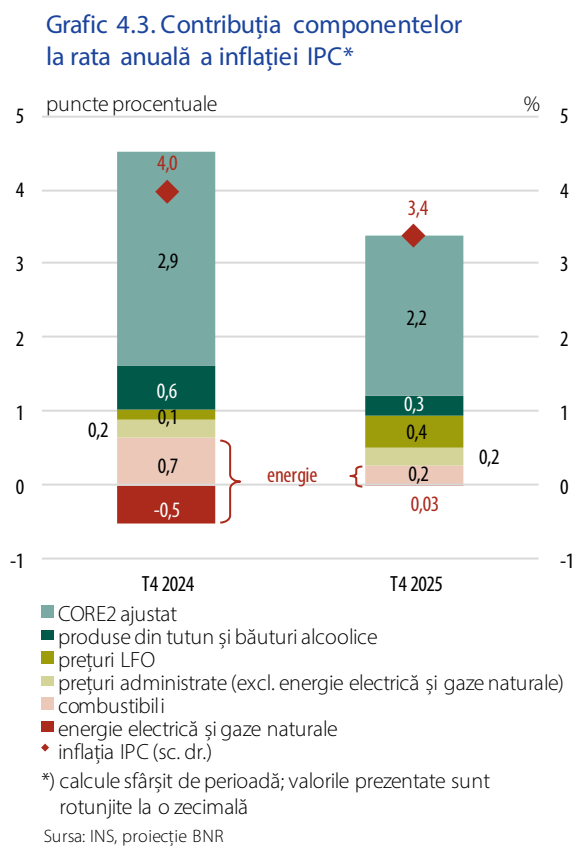
Față de traiectoria publicată în *Raportul asupra inflației* din luna mai, rata anuală a inflației IPC a fost revizuită în jos pe cvasitotalitatea intervalului proiecției, mai vizibil în prima parte a acestuia. Reevaluarea a fost determinată în principal de evoluțiile recente efective, mai favorabile decât se preconiza anterior. La finele acestui an, noua proiecție este cu 0,9 puncte procentuale mai redusă, la aceasta contribuind în special prețurile la utilități, inflația de bază și, într-o măsură mai mică, evoluția prețurilor LFO. La finele anului viitor, proiecția ratei inflației IPC a fost revizuită în jos cu 0,1 puncte procentuale, cu aport principal din partea inflației de bază.

La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a menținut pe o traiectorie descendentă în trimestrul II 2024, coborând de la 7,1 la sută în martie până la 5,7 la sută în iunie. Indicatorul își va continua reducerea, însă cu un ritm semnificativ mai lent în a doua parte a intervalului de prognoză. Astfel, rata anuală a inflației de

bază este proiectată la 4,6 la sută la finele anului curent, la 3,5 la sută în decembrie 2025 și la 3,4 la sută în iunie 2026 (Grafic 4.2).

Din perspectiva subcomponentelor, traiectoria prognozată a inflației de bază reflectă în special atenuarea graduală a dinamicii anuale a prețurilor bunurilor nealimentare și ale serviciilor, de la valorile încă ridicate înregistrate în luna iunie (8,6 la sută și, respectiv, 8,0 la sută). Datele recente au indicat o scădere a ratelor lunare ale acestor subcomponente, evoluție coroborată cu cea a prețurilor producției industriale pentru bunuri nealimentare exclusiv energie. În plus, dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă este proiectată în reducere, menținându-se totuși la valori robuste. În același timp, subcomponenta alimentară va continua să recepteze influențe favorabile din partea prețurilor globale ale produselor agricole, propagate pe lanțul de producție și asupra celor locale din industria alimentară. Astfel, dinamica anuală a subcomponentei alimentare a inflației de bază, care a înregistrat 2,1 la sută în luna iunie, este anticipată să rămână la valori semnificativ mai reduse decât restul subcomponentelor indicelui de bază.

Dintr-o perspectivă structurală, o contribuție importantă la reducerea inflației de bază pe parcursul intervalului de prognoză revine corecției continue a anticipațiilor privind inflația, de altfel componenta cu cel mai important aport la evoluția inflației de bază. Suplimentar va acționa și dinamica prețurilor bunurilor din import, preconizată a se reduce în prima parte a anului curent și a se stabiliza ulterior, în corelație cu



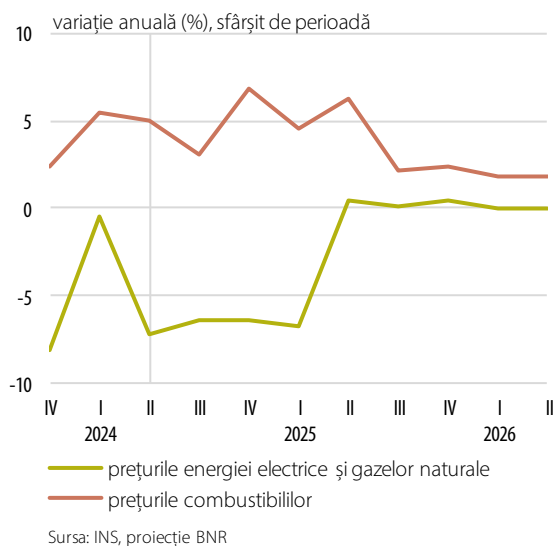
cea anticipată a inflației anuale IAPC exclusiv energie din zona euro<sup>54</sup>. Încetinirea dezinflației, mai vizibilă în a doua jumătate a intervalului de proiecție, este determinată de menținerea deviației PIB la valori pozitive, precum și de situarea anticipațiilor privind inflația, deși în reducere, la niveluri superioare celor asociate țintei de inflație până la orizontul prognozei.

Față de proiecția precedentă, rata anuală a inflației de bază este revizuită în jos pe tot intervalul proiecției, pentru finele anului curent și al celui viitor cu 0,7 puncte procentuale și, respectiv, cu 0,2 puncte procentuale. Reevaluarea a fost operată pe fondul semnalelor recente mai favorabile pe segmentele bunurilor nealimentare și serviciilor, al corecției descendente a anticipațiilor privind inflația și, într-o măsură mai mică, a deviației PIB.

Contribuția cumulată a componentelor exogene ale coșului la rata anuală a inflației IPC este preconizată la 1,1 puncte procentuale la finele anului curent (revizuire descendentă semnificativă de 0,5 puncte procentuale față de *Raportul din mai*), la 1,2 puncte

<sup>54</sup> Conform *Proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE* – ediția din iunie 2024, dinamica medie anuală a indicatorului va coborî de la 2,8 la sută în 2024 la 2,3 la sută în 2025 și la 2,1 la sută în 2026.

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



**Tabel 4.3. Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC**

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă			
	dec. 2023	dec. 2024	dec. 2025	iun. 2026
Prețuri bunuri energetice	-3,2	0,7	1,5	1,0
Prețuri combustibili	2,4	6,9	2,4	1,8
Prețuri energie electrică și gaze naturale	-8,1	-6,4	0,4	0,0
Prețuri LFO	6,7	2,0	7,6	7,8
Prețuri administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	14,3	3,9	3,9	3,6
Prețuri produse din tutun și băuturi alcoolice	8,3	8,0	3,5	3,4

Sursa: INS, proiecție BNR

procentuale în decembrie 2025 (nemodificată), iar în iunie 2026 la 1,1 puncte procentuale (Grafic 4.3). Reevaluarea descendentă din decembrie 2024 se datorează aproape în totalitate unor evoluții mai favorabile în cazul dinamicii prețurilor la utilități (gaze naturale, energie electrică) și combustibili și al celor volatile ale alimentelor, atenuate parțial de corecțiile în sus în cazul prețurilor administrate.

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este anticipată a înregistra valori superioare țintei centrale până la finele trimestrului II 2025 (Grafic 4.4, Tabel 4.3). Principalul determinant care imprimă evoluția preconizată în prima parte a intervalului de prognoză este curba cotațiilor petrolului<sup>55</sup>. Ulterior, ca urmare a dispărării efectului statistic asociat majorării accizei din iulie 2024<sup>56</sup>, la care se adaugă și o stabilizare preconizată a cotațiilor *futures* ale petrolului, sunt așteptate, începând cu trimestrul III 2025, temperări ale ratelor de creștere anuală în jurul țintei centrale. Față de *Raportul* precedent, traiectoria variabilei fost revizuită semnificativ în jos în acest an, ca urmare a evoluției mai favorabile a prețului petrolului.

În contextul modificării parametrilor schemei de plafonare a prețurilor pentru consumatorii casnici la începutul trimestrului II 2024<sup>57</sup>, dinamica anuală a prețurilor energiei electrice și a tarifelor gazelor naturale<sup>58</sup> este prognozată a se menține în teritoriul negativ până la expirarea acestei măsuri, respectiv finalul lunii martie 2025 (Grafic 4.4, Tabel 4.3). Ulterior, sub ipoteza funcționării în condiții normale a piețelor de profil, sunt anticipate evoluții benigne ale grupei din perspectiva aportului acesteia la inflație. Față de ultimul *Raport*, traiectoria a fost reevaluată sensibil

în jos, mai vizibil până în martie 2025, în principal, ca urmare a modificărilor schemei de plafonare.

<sup>55</sup> Pentru detalii, a se consulta Secțiunea 1.1. Ipoteze externe.

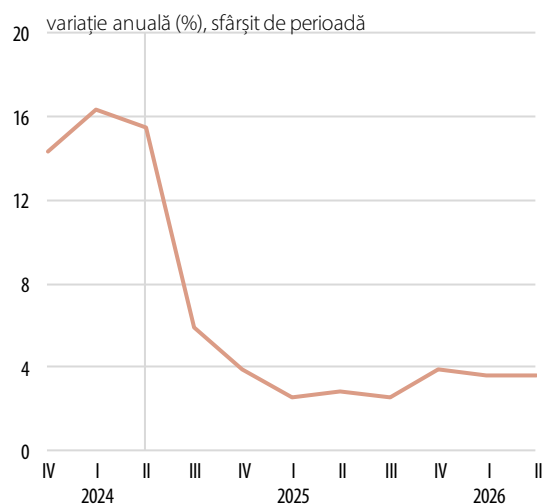
<sup>56</sup> Cu un impact estimat asupra ratei lunare a combustibililor de 3,1 puncte procentuale și de 0,29 puncte procentuale asupra ratei inflației IPC.

<sup>57</sup> Începând cu luna aprilie 2024 au fost aplicate o serie de modificări legislative care au vizat reducerea prețului de vânzare pentru care producătorii sunt supraimpozitați. Aceste măsuri au creat premisele reducerii tarifelor pentru consumatorii casnici de energie electrică și gaze naturale.

<sup>58</sup> Conform Comunicatului INS nr. 37/14 februarie 2023, energia electrică și gazele naturale au fost reincluse în grupa componentelor coșului IPC cu prețuri reglementate, ca urmare a redefinirii caracteristicilor schemelor de plafonare și compensare a tarifelor începând cu 1 ianuarie 2023.

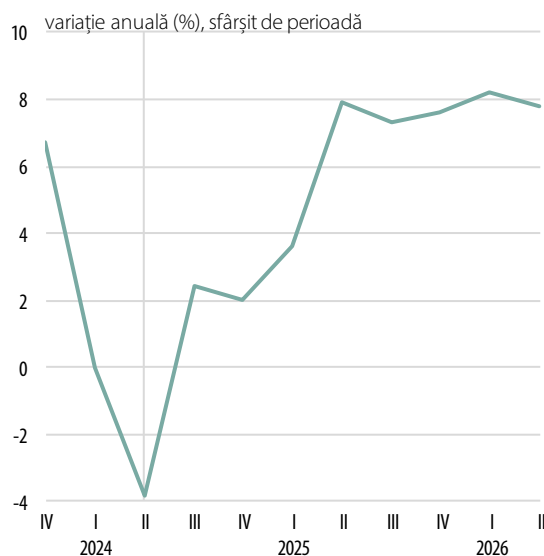
Scenariul exogen privind evoluția prețurilor administrate, altele decât energie electrică și gaze naturale<sup>59</sup>, fundamentat în principal pe baza evoluțiilor istorice ale subcomponentelor, implică o temperare a dinamicii anuale pe parcursul următoarelor 5 trimestre, până la valori apropiate de ținta centrală, urmată de o ușoară dinamizare spre finele anului 2025 și o stabilizare ulterioară în proximitatea limitei superioare a coridorului țintei (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Comparativ cu *Raportul* precedent, doar valorile din prima parte a intervalului proiecției au fost ajustate mai semnificativ în sens ascendent, în principal, ca urmare a unor majorări de mai mare amploare decât se anticipa anterior în lunile aprilie, mai și iunie 2024, în special în cazul tarifelor pe segmentul apă-canal-salubritate. Pentru restul intervalului de prognoză, dinamica anuală este apropiată de cea din ultimul *Raport*, fiind fundamentată pe baza tiparului istoric al ajustărilor operate în cazul principalelor categorii de produse din cadrul grupei.

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



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este anticipată a fluctua în interiorul coridorului țintei centrale pe parcursul anului curent (Grafic 4.6, Tabel 4.3). Această evoluție favorabilă reflectă o recoltă relativ abundentă în prima parte a anului. De semnalat, totuși, că proiecția acestei componente este condiționată aproape în totalitate de evoluția condițiilor climaterice, care în ultima perioadă au devenit extrem de impredictibile. Pentru restul intervalului de proiecție este anticipată o accelerare treptată a dinamicii anuale a grupei, reflectând ipoteza înregistrării unor producții agricole normale<sup>60</sup>.

Traectoria anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este configurată în principal pe baza majorărilor de accize prevăzute în legislație, dar luând în considerare și comportamentul operatorilor din acest domeniu privind ajustarea

<sup>59</sup> Principalele categorii de produse incluse sunt energia termică, serviciile de apă, canal, salubritate și medicamentele.

<sup>60</sup> Raportat la mediile multianuale calculate ale variabilei.

prețurilor finale. Dinamica anuală a grupei este anticipată să decelereze până în trimestrul II 2025, stabilizându-se apoi pentru restul intervalului proiecției în banda de variație a țintei (Tabel 4.3). Pentru acest an, dinamica grupei este influențată de o majorare de preț recentă, neanticipată anterior, la produsele alcoolice. În aceste condiții, prognoza pentru decembrie 2024 a fost revizuită ușor în sus, iar pentru restul intervalului traiectoria este asemănătoare celei din *Raportul* precedent.

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

#### Deviația PIB (*gap-ul* PIB)

Conform Comunicatului INS din 8 iulie 2024, în trimestrul I 2024 dinamica PIB real a înregistrat o revenire în teritoriul pozitiv în termeni trimestriali (+0,7 la sută), inferioară așteptărilor formulate în *Raportul* precedent. Pe latura de utilizare, sunt relevate însă contribuțiile negative atât din partea cererii interne (în special contracția neanticipată a FBCF, dar și cvasistagnarea consumului gospodăriilor populației), cât și a exporturilor nete. În acest context, aportul din partea componentei reziduale (discrepanța statistică și variația stocurilor) a fost semnificativ pozitiv (+2,4 puncte procentuale), contribuție care, dat fiind ordinul de mărime ridicat, semnaleză potențiale revizurii ulterioare ale seturilor de date.

Pentru trimestrele II și III 2024, prognozele pe termen scurt indică dinamici trimestriale relativ robuste ale PIB real. Acestea reflectă semnale în general favorabile din partea indicatorilor conjuncturali. În acest sens, este previzibil un parcurs favorabil al activității din comerț și servicii, pe fondul consolidării puterii de cumpărare a populației (accentuarea procesului dezinflaționist, suprapusă creșterilor salariale din domeniul public, ale celor ale salariului minim și ale pensiilor). Aceste așteptări sunt susținute de sporirea însemnată a încrederii consumatorilor, chiar dacă într-o mai mică măsură în sectorul serviciilor (sondajul DG ECFIN), însă temperate de evoluțiile mixte ale cifrelor de afaceri corespunzătoare din primele două luni ale trimestrului II. În același timp, deși datele efective indică o recuperare importantă a lucrărilor de construcții după prăbușirea dificil de explicat din trimestrul I, evoluția din industrie a fost puternic afectată în luna mai, ceea ce menține inclusiv perspectivele privind dinamica viitoare a acestui sector la un nivel relativ modest. Această evaluare este coroborată cu temperarea încrederii în acest sector, conform sondajului DG ECFIN și a sondajului PMI aferent industriei prelucrătoare. Pe ansamblul economiei, însă, atât avansul indicatorului de încredere ESI până la cel mai ridicat nivel de după debutul pandemiei, cât și nivelul generic de incertitudine reflectat de divergența prognozelor analiștilor economici, evaluat a se poziționa ușor sub media istorică, reprezintă semnale favorabile pentru perspectivele pe termen scurt. În contextul prezentat, schimburile comerciale internaționale sunt anticipate a înregistra o dinamizare graduală, reflectând, pe de o parte, continuarea redresării cererii externe și, respectiv, a celei interne, iar pe de altă parte, o imagine relativ nefavorabilă a percepției investitorilor în zona euro (sugerată de stagnarea, sub nivelul mediei pe termen lung, a indicelui ESI pentru zona euro și, respectiv, de deteriorarea răspunsurilor culese din sondajul Sentix).

Pe fondul evoluției sub așteptări a PIB din trimestrul I, pentru anul curent se estimează o creștere medie anuală apropiată de cea înregistrată în anul anterior<sup>61</sup>. Proiecția reflectă, printre altele, nivelul ridicat al incertitudinii indus de multiplele tensiuni geopolitice, trenarea activității industriale (atât internă, cât și în cele mai mari economii europene, cu efect direct asupra exporturilor românești), precum și caracterul restrictiv al condițiilor monetare reale. Pentru anul 2025, se preconizează, similar *Raportului* precedent, o impulsivitate a activității economice, prognoză ce depinde în mod semnificativ de conduita politicii fiscale și a celei de venituri (anticipată, strict pe baza informațiilor disponibile la momentul finalizării analizei, a avea un caracter stimulant la adresa activității economice), la care se adaugă revigorarea cererii externe. În schimb, condițiile monetare reale sunt evaluate a-și menține caracterul restrictiv pe tot parcursul intervalului de prognoză. Un aport favorabil la creșterea economică este așteptat să fie asociat valorificării fondurilor europene din surse multiple, evoluție care însă a consemnat deja unele întâzieri în ceea ce privește utilizarea efectivă a acestor sume în proiecte investiționale<sup>62</sup>.

Traectoria PIB real este proiectată a fi determinată exclusiv de cererea internă. Pe parcursul anului curent consumul final este evaluat a redeveni principalul determinant al creșterii economice (date fiind ponderea ridicată în PIB și avansul solid al componentei), la care se adaugă aportul FBCF, probabil în decelerare față de anul trecut, însă în continuare robust (sub ipoteza atragerii de fonduri europene, dar și de investiții străine directe). După contribuția cvasinulă la creșterea din 2023, începând din acest an, aportul exporturilor nete este proiectat să redevină negativ, pe fondul unei dinamizări a importurilor de bunuri și servicii superioare celei preconizate în cazul exporturilor.

Dinamica PIB potențial este anticipată a consemna ritmuri medii anuale robuste pe parcursul intervalului de proiecție, în ușoară accelerare în anul curent. Comparativ cu *Raportul* precedent, creșterea PIB potențial a fost însă moderat reevaluată în sens descendent, reflectând în principal ipoteza unei atenuări a aportului investițional derulat prin finanțări asociate programului „Next Generation EU”.

Stocul de capital rămâne principalul determinant al dinamicii PIB potențial, reflectând parcursul pe ansamblu rezilient al investițiilor. Totuși, evoluția favorabilă a acestora este preconizată a consemna unele încetiniri de ritm, pe fondul resorbirii efectelor stimulante din partea ratelor reale ale dobânzilor bancare (evaluate a fi devenit deja pozitive în cazul creditelor noi încă de la sfârșitul anului trecut), precum și al impactului unor măsuri fiscale adoptate de autorități privind regimul de impozitare la nivelul firmelor. Astfel, surse decisive de finanțare a FBCF vor rămâne în special investițiile străine directe și fondurile europene, care au resimțit recent o impulsivitate în special a celor din cadrul financiar multianual 2021-2027<sup>63</sup>. În schimb, cele aferente

<sup>61</sup> În anul 2023, creșterea medie anuală a PIB a fost de 2,1 la sută. Contribuția variației stocurilor, componentă cu un conținut economic limitat, a fost negativă, de o magnitudine ridicată, sugerând incertitudini cu privire la structura finală a creșterii PIB (după efectuarea, în timp, de către INS a tuturor revizuirilor de date statistice). Datele privind evoluția PIB pentru anul 2023 au caracter provizoriu, publicarea celor semidefinite și a celor definitive fiind de așteptat a avea loc la finalul anului curent și, respectiv, al celui următor.

<sup>62</sup> Cadrul financiar multianual 2021-2027, programul „Next Generation EU” (2021-2026).

<sup>63</sup> În cazul acestuia, volumul intrărilor de fonduri pe parcursul anului 2023 a fost inferior celui din 2022, traiectorie anticipată a redeveni ascendentă, dat fiind tiparul precedentelor cadre financiare multianuale.



exercițiului 2014-2020 au fost epuizate aproape în totalitate<sup>64</sup>. Suplimentar, rămâne esențială implementarea proiectelor finanțate prin intermediul programului „Next Generation EU”. Performanța investițiilor, inclusiv în rețehnologizare și eficientizare energetică<sup>65</sup>, se reflectă sub forma unei contribuții însemnate a productivității totale a factorilor (trendul TFP) la creșterea PIB potențial. Aportul forței de muncă este proiectat a rămâne ușor pozitiv, semnificativ mai redus comparativ cu cel al celorlalți doi determinanți, în contextul unei relative încetiniri a dinamicii numărului de salariați din economie și, cu acțiuni pe termen mediu și lung, al evoluțiilor demografice persistente nefavorabile din România (în particular, reducerea populației în vârstă de muncă, cuprinsă între 15 ani și 74 de ani – pentru o analiză a efectelor deficitului de forță de muncă, a se vedea Casetă), dar și sociale, precum gradul de ocupare în rândul tinerilor<sup>66</sup>. La adresa traiectoriei PIB potențial rămân relevante efectele adverse ale incertitudinii asociate tensiunilor geopolitice globale.

#### **Casetă. Efectul deficitului de forță de muncă asupra dinamicii salariale și numărului de angajați**

Deficitul de forță de muncă a devenit o problemă din ce în ce mai răspândită în economiile avansate, dar și în cele emergente din Europa Centrală și de Est, inclusiv în România. Acestea din urmă se confruntă cu evoluții demografice adverse, precum fenomenul de îmbătrânire a populației sau cel al emigrației, dar și cu dificultăți ale sistemului de educație de a se adapta nevoilor specifice de pe piața forței de muncă din punct de vedere al calificărilor. Cu toate acestea, evidențele cantitative privind impactul acestor deficiențe asupra unor indicatori relevanți ai pieței muncii în economiile din regiune sunt relativ limitate.

Un număr relativ redus de studii analizează impactul deficitului de forță de muncă asupra dinamicii salariilor și a numărului de angajați pentru anumite țări sau sectoare. De exemplu, *Morissette* (2022) arată, în cazul economiei Canadei, faptul că acele companii care așteaptă să se confrunte cu lipsa forței de muncă au o probabilitate mai ridicată de a majora salariile. Pentru Suedia, includerea unei variabile care surprinde lipsa relativă de forță de muncă în ecuația dinamicii salariale (curba Phillips a pieței muncii) îmbunătățește acuratețea statistică a acesteia (*Frohm*, 2021). *Kolling* (2022) utilizează variabile instrumentale pentru identificarea unui efect pozitiv al deficitului de forță de muncă asupra cuantumului salariilor acordate de firmele din Germania. *Groiss și Sondermann* (2023) extind această abordare metodologică la nivelul unui *panel* de țări ale Uniunii Europene, estimând un impact direct al deficitului de forță de muncă asupra dinamicii salariale, în timp ce efectul direct asupra numărului de salariați nu a reușit a fi semnificativ din punct de vedere statistic.

<sup>64</sup> În cadrul acestuia, cheltuielile sunt eligibile până la finalul anului 2023, însă decontarea facturilor poate fi realizată și pe parcursul anului 2024.

<sup>65</sup> România a urcat trei poziții în clasamentul global *EY Renewable Energy Country Attractiveness Index* (RECAI 63), ajungând pe locul 36, datorită programelor de finanțare și a legislației privind energia eoliană *offshore*, existând totodată perspective de creștere.

<sup>66</sup> Proporția tinerilor cu vârsta cuprinsă între 16 ani și 29 de ani, care nu au loc de muncă, nu urmează o formă de învățământ și nici nu participă la activități de formare profesională, a înregistrat în 2023 cea mai ridicată valoare din perspectivă europeană și semnificativ mai mare față de media UE (19,3 la sută versus 11,2 la sută).



În cazul României, piața muncii a manifestat, în ultimele trimestre, anumite semnale de detensionare (Grafic 2.10), cum ar fi diminuarea ratei locurilor de muncă vacante ori decelerarea dinamicii anuale a numărului de salariați. Cu toate acestea, deficitul de personal calificat pare să reprezinte o caracteristică persistentă a pieței forței de muncă, cu o evoluție mai puțin corelată cu cea a ciclului economic, fiind primordial o consecință a deficiențelor de ordin structural amintite anterior. Deficitul de forță de muncă reprezintă o constrângere majoră în numeroase domenii de activitate, cu o mențiune specială în cazul firmelor din sectorul construcțiilor.

Caseta de față estimează impactul direct al deficitului de forță de muncă asupra unor variabile relevante ale pieței muncii din România. Seturile de date folosite constau în informații bilanțiere ale companiilor nefinanciare cu acționariat privat, iar pentru construcția variabilei privind deficitul de forță de muncă sunt utilizate informații din *Sondajul privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România* (FCNEF)<sup>67</sup>, derulat de BNR și care are corespondent la nivelul fiecărei bănci centrale din componența SEBC<sup>68</sup>. Eșantionul de analiză cuprinde circa 11 000 de companii, asigurându-se reprezentativitate la nivel sectorial și regional, iar perioada supusă analizei este intervalul 2017-2021, alegerea acestuia fiind constrânsă inclusiv de gradul de disponibilitate a datelor din sondaj<sup>69</sup>.

Variabila care cuantifică de o manieră sintetică „deficitul de forță de muncă” măsoară problemele resimțite de firme în ceea ce privește disponibilitatea forței de muncă, evaluate pe o scară de la 1 (impact foarte mare al deficitului de forță de muncă asupra activității companiei) la 5 (niciun impact al deficitului de forță de muncă asupra activității companiei). Pe baza acestei variabile, a fost creat un indicator alternativ pentru deficitul de forță de muncă, de tip binar, care primește valoarea 1 atunci când o firmă întâmpină probleme foarte mari sau mari cu forța de muncă (valorile 1 și 2 ale variabilei descrise anterior) și, respectiv, 0 pentru situațiile în care deficitul de forță de muncă nu reprezintă o problemă semnificativă (intervalul de valori 3-5).

În analiza efectelor deficitului de forță de muncă asupra dinamicii salariilor și numărului de angajați, preocupările legate de endogenitatea variabilelor sunt semnificative. Există două tipuri de probleme care îngreunează interpretările cauzale: variabilele omise și cauzalitatea inversă. În vederea adresării acestora, estimările vor utiliza o variabilă instrumentală (instrument de tip *shift-share*, a se vedea *Bartik*, 1991) pentru a izola efectul deficitului de forță de muncă asupra dinamicii salariale și, respectiv, a variației numărului de angajați. Acest instrument este compus din produsul a două variabile, ambele exprimate la nivel de diviziune CAEN Rev. 2, conform Clasificării activităților din economia națională: prima este

<sup>67</sup> Detalii cu privire la metodologia sondajului se găsesc la adresa: [https://www.bnr.ro/Cercetarea-statistica-privind-accesul-la-finan%C8%9Bare-al-companiilor-nefinanciare-din-Romania-\(FCNEF\)-18393.aspx](https://www.bnr.ro/Cercetarea-statistica-privind-accesul-la-finan%C8%9Bare-al-companiilor-nefinanciare-din-Romania-(FCNEF)-18393.aspx)

<sup>68</sup> Detalii cu privire la sondajul desfășurat la nivelul SEBC se găsesc la adresa: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html)

<sup>69</sup> Ediția din 2022 a sondajului a fost dedicată schimbărilor climatice, ceea ce a determinat o întrerupere în colectarea informațiilor privind deficitul de forță de muncă. În plus, frecvența sondajului fiind bianuală, pentru a putea întrebuița datele din sondaj în corelare cu cele bilanțiere anuale s-au calculat medii anuale ale observațiilor semestriale.

reprezentată de deficitul mediu de forță de muncă al unei diviziuni<sup>70</sup>, iar a doua se referă la ponderea companiilor care au raportat prezența unui deficit de forță de muncă în perioadele anterioare.

Tabel A. Rezultate estimări

	Dinamică salarială	Dinamică nr. angajați
Deficit de forță de muncă	0,07* (-0,04)	-0,1 (0,06)
Dinamică productivitate	0,09*** (-0,01)	
Salariu mediu t-1	-1,09*** (0,04)	0,4*** (0,04)
Număr angajați t-1	0,04* (0,02)	
Nr. companii	11 459	11 747
Within R2	0,59	0,16

( ) abateri standard

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

Notă: Tabelul conține rezultatele estimărilor în cazul dinamicii salariale și a celei a numărului de angajați. Variabila explicativă de interes este deficitul resimțit de forță de muncă (variabilă binară, construită pe baza răspunsurilor din FCNEF). Estimările conțin variabile de control, în cazul ecuației dinamicii salariilor: dinamica productivității, salariul mediu din anul anterior, numărul de angajați din anul anterior, iar în cazul ecuației dinamicii numărului de angajați: salariul mediu din anul anterior, o variabilă binară desemnând companiile care au o creștere a cifrei de afaceri mai mare de 20 la sută. În cazul ambelor ecuații, s-au inclus adițional variabile de control pentru: dimensiunea companiei, vârstă, efecte fixe de companie/firmă și un termen de interacțiune între diviziunea CAEN Rev. 2 și efecte fixe de timp (ani).

Sursa: MF, FCNEF, estimări BNR

Rezultatele estimărilor (Tabel A) indică faptul că firmele care resimt un deficit semnificativ de forță de muncă înregistrează o dinamică salarială anuală mai ridicată (cu aproximativ 7 puncte procentuale) comparativ cu firmele care nu întâmpină probleme semnificative în ceea ce privește disponibilitatea forței de muncă. În cazul variabilei „număr de angajați” însă, similar rezultatelor obținute de *Groiss și Sondermann* (2023) pentru un *panel* de state europene, efectul deficitului de forță de muncă nu a reieșit a fi semnificativ statistic, deși semnul coeficientului este cel așteptat (i.e. deficitul de forță de muncă are o influență negativă asupra dinamicii numărului de angajați). Acest rezultat ar putea reflecta prezența a două fenomene ce conduc la efecte de sens contrar/compensator. Pe de o parte, deficitul de forță de muncă este satisfăcut parțial prin noi angajări. Pe de altă parte, unele companii nu pot efectua angajări din cauza problemelor de la nivelul ofertei de forță de muncă sau a celor care presupun o nepotrivire între cererea și oferta de pe piața muncii.

Deși rezultatele estimărilor sunt similare celor obținute în literatura de specialitate, acestea sunt totuși caracterizate de anumite limitări. În primul

rând, intervalul de timp pentru care sunt disponibile datele din sondaj cu privire la deficitul de forță de muncă este semnificativ mai restrâns decât în cazul altor state europene. În acest context, întreruperea survenită în colectarea acestor date în 2022 face dificilă o actualizare a estimărilor și pentru perioadele recente. În al doilea rând, intervalul de date cuprins în estimări este unul relativ eterogen din punct de vedere al evoluțiilor din economie, ultimii doi ani ai eșantionului fiind puternic afectați de manifestarea pandemiei. În această perioadă, agenții economici au întâmpinat numeroase dificultăți (de exemplu, probleme în lanțurile de aprovizionare), însă în paralel autoritățile au adoptat o serie de măsuri menite să sprijine diferite categorii de angajați (în particular, pe cei afectați de restricțiile de distanțare socială). Deși estimările au utilizat procedee econometrice specifice pentru a izola efectul acestor evenimente asupra variabilelor studiate (de exemplu, prin includerea efectelor fixe), rezultatele sunt, în continuare, marcate de un anumit grad de incertitudine.

<sup>70</sup> Excluzând din medie compania respectivă, i.e. cea pentru care se construiește instrumentul.

**Referințe**

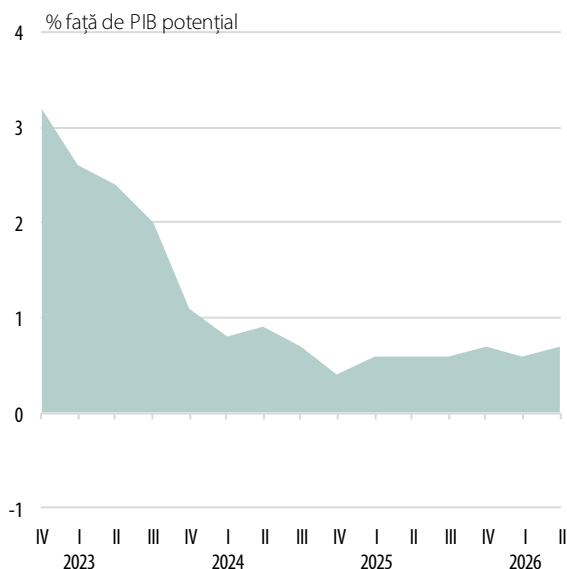
Bartik, T. J. – „Who benefits from state and local economic development policies?”, Kalamazoo, MI: WE Upjohn Institute for Employment Research, 1991

Frohm, E. – „Labor shortages and wage growth”, *ECB Working Paper Series*, No. 2576, 2021

Groiss, M., & Sondermann, D. – „Help wanted: the drivers and implications of labour shortages”, *ECB Working Paper Series*, No. 2863, 2023

Kolling, A. – „Shortage of skilled labor, unions and the wage premium: A regression analysis with establishment panel data for Germany”, *Journal of Labor Research*, 43(2), 2022, pp. 239-259

Morissette, R. – „Employer responses to labour shortages”, *Economic and Social Reports*, Statistics Canada, 2022

**Grafic 4.7. Gap-ul PIB**

Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

Deviația pozitivă a PIB și-a continuat și în trimestrul I traiectoria de scădere consemnată pe tot parcursul anului anterior, urmând să atingă în următoarele două trimestre valori similare celor estimate în *Raportul precedent*. Dinamica pe termen scurt a indicatorului este asociată unor ritmuri trimestriale anticipate relativ robuste ale activității economice, inclusiv pe seama revenirii la ritmuri consistente de creștere a consumului privat. Într-o manieră asemănătoare evaluării precedente, pe termen mediu, *gap-ul PIB* va reflecta îndeaproape conduita politicii fiscale și evoluția preconizată a deficitului bugetar, menținându-se la valori pozitive pe întregul interval de prognoză (Grafic 4.7)<sup>71</sup>.

Din perspectiva factorilor fundamentali ai *gap-ului PIB*, impusul fiscal este evaluat să exercite efecte aproximativ neutre pe ansamblul anului curent, iar în decursul anului 2025, similar proiecției din *Raportul*

anterior, unele stimulative, cu impact asupra *gap-ului pozitiv* al PIB. Suplimentar, deviația negativă a cererii externe este prevăzută, asemenea evaluării precedente, să redevină pozitivă la începutul anului viitor. În schimb, politica monetară își menține conduita restrictivă pe parcursul întregului interval de prognoză.

**Componentele cererii agregate**

Pe ansamblul anului curent, consumul final este de așteptat să redevină principalul determinant al creșterii economice. Componenta este anticipată să-și consolideze ritmul pe restul intervalului de proiecție. Evoluția acesteia beneficiază de avansul alert al venitului disponibil real, susținut atât de creșterile salariale (reflectând inclusiv

<sup>71</sup> Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată de cele ale cererii interne (contribuții ridicate fiind asociate consumului individual al gospodăriilor populației și FBCF), în timp ce *gap-ul agregat* al exporturilor nete este proiectat a fi negativ (în principal pe seama celui al importurilor de bunuri și servicii).

măsurile adoptate de autorități în vederea impulsivării veniturilor populației<sup>72</sup>), cât și de reducerea inflației, configurând astfel premisele consolidării puterii de cumpărare a populației. Totuși, pe termen mediu rămân relevante incertitudinile generate în continuare de războiul din Ucraina și de conflictul din Orientul Mijlociu, dar și de o serie de factori interni, în special cei legați de configurația măsurilor de consolidare fiscală ce vor fi adoptate de autorități. Contextul ar putea prelungi o anumită tendință recentă de cumpărare a consumului, mai cu seamă în cazul categoriilor de consumatori vulnerabili<sup>73</sup>.

Pe parcursul intervalului de prognoză, formarea brută de capital fix este anticipată să evolueze cu ritmuri medii anuale consistente, superioare celor ale consumului final. Totuși, comparativ cu dinamica excepțională din anul 2023, avansul componentei va înregistra, probabil, o temperare de ritm. Perspectivele privind parcursul în continuare robust al FBCF sunt strict condiționate de dinamizarea activității economice interne și externe, de încrederea mediului investițional<sup>74</sup>, precum și de succesul autorităților în ceea ce privește continuarea atragerii de fonduri europene din surse multiple, cu efecte favorabile de antrenare asupra proiectelor derulate în sectorul privat. Un rol esențial în finanțarea investițiilor prin intermediul fondurilor europene revine programului „Next Generation EU”, al cărui progres se prefigurează, cel puțin pe baza experienței acumulate, a fi lent în implementarea efectivă a sumelor alocate și transferate. Dinamica FBCF ar putea fi afectată de adoptarea reformelor fiscale ce au vizat creșterea gradului de impozitare a companiilor, având repercusiuni asupra resurselor destinate investițiilor. Totodată, reformele fiscale care nu sunt predictibile și rezonabile ca amploare ar putea să determine modificări însemnate ale planurilor investiționale ale companiilor.

Pe parcursul anului 2024, atât exporturile, cât și importurile sunt anticipate să revină la dinamici anuale pozitive. Pe termen mediu, evoluția exporturilor de bunuri și servicii rămâne afectată de incertitudinea cu privire la desfășurarea conflictelor militare și de revenirea încă incompletă sau, după caz, de apariția unor noi disfuncționalități în funcționarea fluxurilor comerciale. În cazul intensificării tensiunilor geopolitice, acestea din urmă ar putea fi grevate de o eventuală reactivare a blocajelor din lanțurile de aprovizionare globală. Con tracția recentă, neanticipată, a producției industriale din luna mai față de luna aprilie este de așteptat să aibă atât un efect pe termen scurt, cât și, potențial, unul propagat pe termen mediu asupra dinamicii exporturilor românești. În ceea ce privește condițiile monetare, cursul de schimb real efectiv (calculat prin deflatare cu dinamicile IPC din România și din țările partenere) este proiectat a se menține supraevaluat până la orizontul

<sup>72</sup> Printre măsurile intrate în vigoare de la 1 ianuarie 2024 se numără: (i) majorarea alocațiilor, a punctului de pensie și a pensiei minime; (ii) majorarea salariilor angajaților din sectorul public, urmată de o indexare suplimentară în luna iunie. Totodată, de la 1 iulie 2024 a fost majorat salariul minim cu 12,1 la sută (de la 3 300 de lei la 3 700 de lei). Noi creșteri ale venitului disponibil sunt preconizate pe fondul recalculării pensilor, începând cu 1 septembrie 2024. La aceste măsuri se adaugă și carduri sociale în quantum de 250 de lei, acordate la fiecare două luni.

<sup>73</sup> Pentru anul 2024, studiul EY Consumer Index (decembrie 2023) relevă o anumită tendință de cumpărare în comportamentul consumatorilor în vederea adaptării la un cost al vieții în continuă creștere și la majorarea impozitelor și taxelor. Totodată, conform studiului PwC *Voice of Consumer Survey* România 2024, inflația continuă să reprezinte un risc la adresa economiei românești, menționat relativ frecvent (74 la sută dintre respondenți).

<sup>74</sup> O analiză realizată în luna aprilie 2024 de firma de consultanță Sierra Quadrant relevă faptul că numeroase companii au apelat la restructurarea preventivă a afacerilor pentru a-și reduce expunerea în eventualitatea unui impact financiar negativ, în condițiile provocărilor multiple generate de modificările fiscale, de criza forței de muncă, precum și de schimbările tehnologice.

prognozei, continuând astfel să imprime efecte restrictive competitivității prin preț a produselor românești, însă în diminuare graduală a intensității începând cu ultima parte a anului curent. După contracția din anul precedent, importurile de bunuri și servicii sunt prognozate a înregistra un avans cu un ritm superior celui al exporturilor, reflectând evoluțiile componentelor cererii interne, în special avansul consumului, ceea ce conturează reluarea, din acest an, a unei contribuții negative a exporturilor nete la creșterea economică.

Deficitul de cont curent este anticipat să consemneze o serie de corecții și pe termen mediu, însă probabil inferioare ca magnitudine celei din anul 2023, de aproximativ 2,2 puncte procentuale față de nivelul atins în anul 2022. În acest sens, măsurile deja legislate (de exemplu, recalcularea pensiilor și creșterile salariale acordate în sectorul public) sunt de așteptat să se oglindească și în nivelul dezechilibrului extern, conducând la trenarea acestuia la valori ridicate și în anul 2025. O astfel de evoluție reflectă inclusiv capacitatea redusă a producției interne de a acomoda cererea excedentară. După majorarea ușoară din anul 2023, gradul de acoperire a deficitului de cont curent din surse stabile, non-generatoare de datorie externă este evaluat, începând cu anul 2024, în curs de atenuare. În cazul transferurilor de capital, comprimarea rambursărilor de fonduri europene din CFM 2014-2020 se prefigurează a fi doar parțial contrabalansată de perspectivele unei îmbunătățiri a intrărilor din CFM 2021-2027. Investițiile străine directe, deși în temperare față de creșterea amplă a acestora din perioada 2021-2022, sunt de așteptat să rămână la niveluri robuste, poziționate în termeni absoluți peste cele înregistrate în perioada prepandemică.

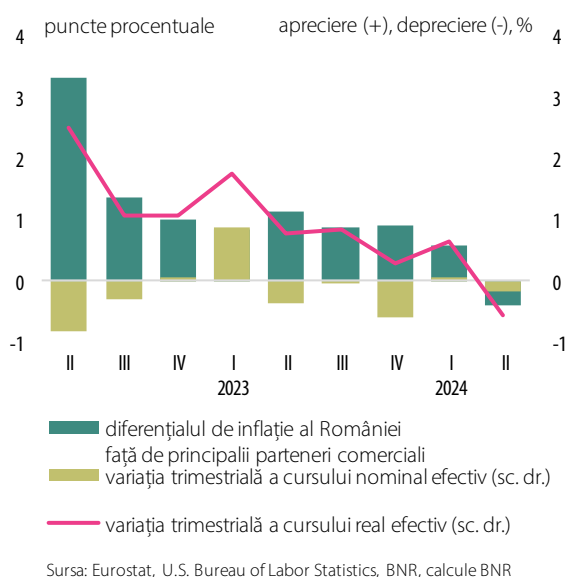
### Condițiile monetare în sens larg

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

Scenariul de bază prevede menținerea caracterului restrictiv al condițiilor monetare reale în sens larg pe parcursul întregului interval de prognoză. Această dinamică va avea loc pe fondul continuării propagării în economie a deciziilor de politică monetară ale Consiliului de administrație al BNR, care vizează asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

În structura condițiilor monetare în sens larg ratele reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen și-au atenuat consistent din stimulatitate pe parcursul ultimelor trimestre, iar *gap*-urile acestora sunt anticipate a se resorbi treptat, atingând valori apropiate de cele neutre spre finele intervalului proiecției. Acest parcurs este proiectat în contextul transmisiei deciziilor de politică monetară în dinamica ratelor nominale ale dobânzilor, simultan unei traiectorii în diminuare continuă a anticipațiilor inflaționiste. Cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.8) va continua să imprime anumite efecte restrictive competitivității prin preț a produselor românești,

Grafic 4.8. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



cu impact transmis prin intermediul canalului exporturilor nete (totuși, aceste efecte sunt relativ mai atenuate comparativ cu *Raportul* anterior). Aportul cursului de schimb real efectiv este evaluat în contextul aprecierii anterioare în termeni reali a monedei naționale, asociată efectului dominant al poziționării ratei interne a inflației peste cea a partenerilor comerciali.

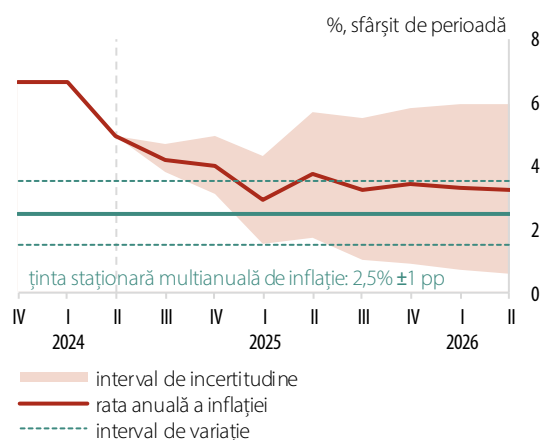
Efectul de avuție și de bilanț este evaluat a se menține la valori restrictive, în ușoară atenuare pe parcursul intervalului proiecției. În structură, dinamica acestuia reflectă în principal tendința de scădere a ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), după ce aceasta este estimată a fi atins în trimestrul II 2024 un punct de maxim, pe fondul reducerii treptate a celei nominale, cu o influență parțial contrabalansată de scăderea anticipațiilor privind inflația din zona euro.

Totodată, prima de risc suveran a României este proiectată să exercite un impact restrictiv, reflectând dezechilibrele aferente deficitelor gemene din economie și efectele generate de războiul din Ucraina asupra percepției investitorilor. Impactul dinamicii *gap*-ului cursului de schimb real efectiv al leului prin intermediul efectului de avuție și de bilanț este cvasineutru.

## 2. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa evoluției viitoare a ratei anuale a inflației (Grafic 4.9) este apreciată a rămâne înclinată în sus. Persistă incertitudinile privind impactul economic al conflictelor geopolitice multiple și persistente, la care se adaugă cele legate de configurația viitoare a pachetului de consolidare fiscală. Similar *Rapoartelor* precedente, factorii de natura cererii au un potențial de manifestare mai curând dezinflaționist.

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



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din perioada 2005-2023. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

Construcția scenariului de bază respectă principiul includerii măsurilor fiscale doar ulterior legiferării sau cel puțin odată ce acestea se află într-un stadiu avansat al procesului legislativ de aprobare. Astfel, o sursă considerabilă de riscuri privește configurația viitorului pachet de consolidare fiscală, necesar în condițiile acumulării unui important dezechilibru bugetar, evoluție suprapusă procedurii de deficit excesiv care deja vizează economia României.

La acest moment, lipsesc informații esențiale privind măsurile individuale de corecție avute în vedere, precum și momentul intrării lor în vigoare. În funcție

de coordonatele pachetului, impactul net asupra ratei inflației ar putea fi atât unul inflaționist (cel puțin timp de 12 luni, în eventualitatea în care acesta ar presupune majorarea cotelor unor impozite indirecte și depinzând inclusiv de magnitudinea ajustărilor posibil a fi avute în vedere), cât și unul dezinflaționist (efect dominant pe termen mai lung, indiferent de măsurile ce vor fi adoptate, ca urmare a corecției fiscale și, implicit, a impactului acesteia asupra cererii agregate). Modificarea legislației fiscale sau, după caz, limitarea consumului guvernamental sunt de așteptat să fie corelate cu planul structural fiscal pe termen mediu impus de Comisia Europeană. Din informațiile disponibile în spațiul public, se conturează posibilitatea ca ajustarea fiscală să se întindă pe o perioadă mai lungă de timp, de până la șapte ani, implicând o diminuare proporțională a efortului mediu anual de consolidare fiscală.

România a consemnat deja abateri ample de la traiectoria de corecție a deficitului excesiv, iar calendarul electoral încărcat din anul curent nu exclude nici riscul unui derapaj fiscal suplimentar. Noi întârzieri în ceea ce privește ajustarea acestui dezechilibru s-ar putea răsfrânge și în cel extern, deja persistent și, totodată, ar putea atrage penalizări din partea agențiilor de rating, cu impact advers asupra primei de risc suveran și, implicit, asupra cursului de schimb și ratei anuale a inflației. În același timp însă, incertitudini decurg și din comportamentul de ajustare al agențiilor economice la măsurile de corecție a deficitului. O eventuală creștere a impozitării veniturilor ar putea conduce, în vederea salvagădării veniturilor nete, la majorări salariale superioare celor din scenariul de bază care, la rândul lor, s-ar putea transla în augmentarea prețurilor bunurilor și serviciilor finale. De altfel, dat fiind gradul relativ ridicat de tensionare a pieței muncii, nu sunt excluse presiuni inflaționiste persistente generate de majorările salariului minim, de creșterea rapidă a celor din sectorul public dar și de caracterul puternic concurențial al piețelor forței de muncă. În plus, chiar și pe termen mediu și lung, balanța riscurilor este evaluată a rămâne orientată în sensul unor abateri în sus, în contextul unor posibile accentuări ale tensiunilor structurale de pe piața forței de muncă (necorelarea între cerințele angajatorilor și pregătirea forței de muncă în anumite sectoare, accentuarea valorilor de emigrație sau acutizarea declinului demografic).

În schimb, în cazul particular al sectorului public, riscurile ascendente la adresa dinamicii salariale sunt evaluate ca diminuându-se, în contextul majorărilor succesive deja acordate ori ce urmează a fi acordate pe parcursul anului curent. Date fiind nevoia acută de ajustare a deficitului bugetar și dimensiunea datoriei publice, aplicarea prevederilor legii responsabilității fiscale<sup>75</sup> ar putea avea un potențial impact inclusiv asupra anvelopei salariale în sectorul public.

În același timp, mediul internațional continuă să fie grevat de multiple tensiuni geopolitice, persistente, deși efectele directe în plan economic sunt încă relativ atenuate. Puseuri de preț ar putea proveni în eventualitatea unor reconfigurări de lungă durată ale rutelor maritime comerciale tradiționale, evoluție ce ar afecta direct prețul transportului containerizat și, posibil, și prețurile produselor de asigurare al

<sup>75</sup> Legea nr. 69/2010, republicată, stipulează că în cazul depășirii datoriei publice a nivelului de 50 la sută din PIB Guvernul trebuie să prezinte un program pentru reducerea ponderii datoriei care să cuprindă, fără a se limita la acestea, și măsuri care determină înghețarea cheltuielilor privind salariile din sectorul public.



acestui. Totodată, menținerea sau chiar accentuarea gradului de fragmentare a comerțului internațional ar putea reînflama și, pe alocuri, permanentiza sincopel în lanțurile globale de valoare adăugată. Pe acest fundal, logistica îngreunată ar putea conduce la costuri suplimentare suportate de companii, cu potențial de a fi transferate în prețurile finale ale bunurilor și serviciilor.

Bunurile energetice, îndeosebi cotațiile petrolului, sunt susceptibile a resimți noi efecte adverse în contextul exacerbării tensiunilor geopolitice. Afectarea infrastructurii energetice ar putea fi ocazionată inclusiv de factori naturali (cum este uraganul Beryl din Oceanul Atlantic). În sens opus ar putea acționa șocurile de natura cererii, în eventualitatea unui proces mai lent de redresare economică. În aceste condiții, deciziile viitoare ale membrilor OPEC+ își păstrează relevanța sporită.

Posibile noi creșteri ale prețurilor sunt asociate și efectelor propagate de pe alte piețe energetice. De exemplu, pe plan internațional, sancțiunile economice aplicate Rusiei în ceea ce privește comercializarea gazelor naturale lichefiate ar putea adăuga marje suplimentare prețurilor de vânzare globale ale acestui produs. Pe plan local, incertitudini sporite pe termen scurt decurg din comportamentul viitor al operatorilor din piața gazelor naturale. Ulterior majorării tarifelor de către un distribuitor important în luna iunie, nu sunt excluse ajustări în același sens și din partea altor operatori pe parcursul lunilor viitoare. Pe termen mai lung, incertitudini sunt atribuite tarifelor prevalente ulterior expirării schemei de plafonare a prețurilor energiei electrice și gazelor naturale la 31 martie 2025.

În cazul altor materii prime, pentru evoluția viitoare a prețurilor relevante vor fi în special condițiile meteorologice, cu manifestări din ce în ce mai violente în perioadele recente. De pildă, seceta persistentă, precum și o incidență sporită a fenomenelor extreme sunt de natură să afecteze culturile agricole, cu impact asupra ofertei de astfel de bunuri. În schimb, politicile de combatere pe termen mediu a schimbărilor climatice ar putea, de asemenea, să genereze într-o primă etapă presiuni inflaționiste, însă este puțin probabil ca acestea să afecteze semnificativ orizontul de opt trimestre al proiecției curente.

Factorii de natura cererii își mențin potențialul de manifestare mai curând dezinflaționist. Redresarea economică ar putea fi frânată de factori adversi precum menținerea pe perioade mai lungi de timp decât așteptările formulate în urmă cu trei luni a condițiilor financiare restrictive, persistența șocurilor inflaționiste sau volatilitatea prețurilor bunurilor energetice. Comprimări suplimentare ale cererii agregate ar putea fi ocazionate și de introducerea unor pachete de consolidare fiscală într-o serie de economii europene, pe fondul aplicării prevederilor noului cadru de guvernare economică. În plus, nu sunt excluse efecte adverse ce s-ar propaga în eventualitatea unei trenări a activității economice din China sau SUA. Pe ansamblu, suprapunerea factorilor de cerere având potențial dezinflaționist cu șocuri de natura ofertei cu impact inflaționist ar putea îngreuna calibrarea viitoare a politicilor monetare. În funcție de balanța specifică a unor astfel de riscuri în diverse economii, riscuri sunt asociate și unei eventuale divergențe între politicile monetare ale principalelor bănci centrale majore (BCE, Fed).



## Abrevieri

BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CASS	contribuția de asigurări sociale de sănătate
CE	Comisia Europeană
CFM	Cadru Financiar Multianual
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
Fed	Sistemul Federal de Rezerve al Statelor Unite ale Americii
FOMC	Comitetul Federal pentru Piețe Deschise
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IFN	instituții financiare nebancale
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
ISD	investiții străine directe
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MADR	Ministerul Agriculturii și Dezvoltării Rurale
MF	Ministerul Finanțelor
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
PFA	persoană fizică autorizată
PNRR	Planul Național de Redresare și Reziliență
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
SEBC	Sistemul European al Băncilor Centrale
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	41
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	43
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	47
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază	49
Tabel 4.3	Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC	51
<b>Casetă</b>		
Tabel A	Rezultate estimări	57

## Lista graficelor din text

---

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	16
Grafic 1.2	Prețul energiei electrice și gazelor naturale	17
Grafic 1.3	Prețul combustibililor	17
Grafic 1.4	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	18
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	18
Grafic 1.7	IAPC mediu anual în UE – iun. 2024	18
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	20
Grafic 2.2	Consumul populației	21
Grafic 2.3	Construcții	23
Grafic 2.4	Investiții, exclusiv construcții	23
Grafic 2.5	Comerțul exterior	24
Grafic 2.6	Contul curent	25
Grafic 2.7	Productivitatea muncii pe ansamblul economiei	25
Grafic 2.8	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industria prelucrătoare	26
Grafic 2.9	Efectivul salariaților din economie	27
Grafic 2.10	Gradul de tensionare a pieței muncii	27
Grafic 2.11	Evoluția salariului mediu brut pe economie	28
Grafic 2.12	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	29
Grafic 2.13	Prețurile producției industriale pentru piața internă	30
Grafic 2.14	Prețurile producției agricole	31
Grafic 2.15	Costurile unitare cu forța de muncă	32
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	33
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	38
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	39
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	40
Grafic 3.5	Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației	40
Grafic 3.6	Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare	41

Grafic 3.7	Cursul de schimb nominal	41
Grafic 3.8	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	42
Grafic 3.9	Principalele componente ale masei monetare	43
Grafic 3.10	Creditul acordat sectorului privat pe monede	44
Grafic 3.11	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	44
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	47
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	49
Grafic 4.3	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	50
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale	51
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	52
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor LFO	52
Grafic 4.7	Gap-ul PIB	58
Grafic 4.8	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	61
Grafic 4.9	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	61

