



BANCA  
NAȚIONALĂ  
A ROMÂNIEI

# Raport asupra inflației mai 2024

Anul XX, nr. 76

# Raport asupra inflației

## Mai 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 13 mai 2024, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 2 mai 2024.

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



# Cuprins

Sinteză	7
1. Evoluția inflației	15
2. Evoluții ale activității economice	19
1. Cererea și oferta	19
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	27
2.1. Prețurile de import	27
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	29
3. Politica monetară și evoluții financiare	32
1. Politica monetară	32
2. Piețe financiare și evoluții monetare	37
2.1. Ratele dobânzilor	37
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	40
2.3. Moneda și creditul	42
4. Perspectivele inflației	45
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	52
2. Riscuri asociate proiecției	57
Abrevieri	60
Lista tabelor din text	61
Lista graficelor din text	61



# Sinteză

## Evoluția inflației și cauzele acesteia

În primul trimestru din 2024, rata inflației IPC și-a întrerupt temporar traiectoria descendentă urmată pe tot parcursul anului precedent, consemnând în luna martie un nivel egal cu cel din decembrie 2023 (6,61 la sută). Totodată, în aceeași lună, indicatorul s-a plasat doar marginal (cu 0,11 puncte procentuale) peste proiecția din precedentul *Raport asupra inflației*; influențele nefavorabile au fost localizate mai ales la nivelul unor subcomponente ale grupei bunurilor energetice, care au consemnat majorări ale dinamicilor anuale. Astfel, în cazul energiei electrice a fost vorba exclusiv de manifestarea unui efect statistic advers, aferent ieșirii din baza de calcul a impactului extinderii schemei de plafonare în luna ianuarie 2023, în sensul includerii tuturor clienților casnici, indiferent de consum. În cazul combustibililor, factorii explicativi sunt asociați ascensiunii relativ continue a cotației țițeiului Brent pe parcursul trimestrului I 2024 și indexării accizei la carburanți.

În schimb, rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat și-a păstrat tendința descrescătoare, ajungând la 7,1 la sută în martie 2024 (-1,3 puncte procentuale comparativ cu valoarea consemnată la finele anului trecut). Cea mai amplă contribuție la reducerea inflației de bază a revenit și de această dată alimentelor procesate, pe fondul contextului favorabil de pe piețele materiilor prime de profil, dinamica anuală a subindicelui corespunzător diminuându-se cu 2,05 puncte procentuale în primele trei luni ale anului curent. Ritmuri anuale în decelerare s-au consemnat și în cazul produselor nealimentare și în cel al serviciilor de piață, procesul dezinflaționist pe aceste două segmente fiind, însă, caracterizat de un grad mai ridicat de rigiditate. Totodată, dinamica indicelui CORE2 ajustat a fost influențată de o serie de măsuri administrative implementate pe parcursul trimestrului I. Pe de o parte, au avut loc majorări ale cotei TVA la alimentele cu zahăr adăugat și la unele servicii de agrement, precum și introducerea unei accize pentru băuturile cu conținut ridicat de zahăr. Pe de altă parte, a fost extinsă (până la sfârșitul anului curent) decizia administrativă de plafonare a adaosului comercial pentru alimentele de bază.

Rata medie anuală a inflației, indicator cu un grad inerent mai ridicat de persistență, și-a continuat traiectoria descendentă, coborând în cazul indicelui calculat conform metodologiei naționale până la 8,5 la sută în luna martie. O evoluție similară a înregistrat și indicatorul calculat conform structurii armonizate (IAPC), acesta corectându-se până la 8,3 la sută. Cu toate acestea, ecartul față de inflația medie din Uniunea Europeană s-a majorat la 3,6 puncte procentuale (față de 3,3 puncte procentuale la finalul anului precedent), dat fiind profilul relativ lent al dezinflației din România.



Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă a înregistrat o nouă majorare în trimestrul IV 2023, până la 15,4 la sută (față de 14,7 la sută în intervalul anterior), pe seama aportului tuturor sectoarelor majore (industrie, construcții, servicii de piață). Accelerarea ritmului remunerării pe salariat (18,5 la sută, +0,9 puncte procentuale față de trimestrul III 2023) a fost însoțită de o cvasistagnare a ritmului de creștere a productivității muncii (2,7 la sută), persistența decalajului considerabil dintre cei doi indicatori fiind de natură a exercita în continuare presiuni inflaționiste pe partea costurilor cu forța de muncă. În industrie, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare s-a intensificat până la 18,1 la sută în trimestrul IV 2023, ulterior coborând ușor (până la 17 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2024). Activitatea industrială autohtonă continuă să se confrunte cu dificultăți multiple, pe fondul cererii externe modeste, în timp ce dinamica salarială rămâne consistentă.

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

În ședința din 13 februarie 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. Pe ansamblul trimestrului IV 2023, rata anuală a inflației a scăzut mai rapid decât s-a anticipat, în condițiile în care dinamicile prețurilor alimentelor și ale energiei au continuat să se reducă relativ alert, iar efectul de bază inflaționist de pe segmentul combustibili a fost contrabalansat integral de decelerarea creșterii prețurilor administrate și a prețului produselor din tutun. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat peste așteptări trendul descendent în trimestrul IV 2023, pe fondul efectelor de bază dezinflaționiste mai extinse, al descreșterii cotațiilor mărfurilor agroalimentare și al măsurii de plafonare a adaosului comercial la produse alimentare de bază, dar și în contextul temperării cererii de consum și al scăderii dinamicii prețurilor importurilor. Acțiunea acestor factori a fost doar în mică măsură atenuată de transferarea în prețurile unor servicii a creșterilor de costuri antrenate de majorarea salariului minim brut, precum și de înrăutățirea temporară a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt.

Incertitudini și riscuri însemnate la adresa perspectivei inflației decurgeau din conduita viitoare a politicii fiscale și de venituri, având ca surse dinamica salariilor din sectorul public și impactul integral al noii legi a pensiilor, dar și măsurile fiscal-bugetare suplimentare ce ar putea fi implementate în perspectivă în vederea consolidării bugetare, inclusiv în contextul procedurii de deficit excesiv și al condiționalităților atașate altor acorduri încheiate cu CE. Adicional, incertitudini și riscuri însemnate la adresa perspectivei activității economice, implicit și a traiectoriei 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. În plus, 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 și ale înăspririi condițiilor economice și financiare pe plan

internațional. Relevante rămâneau, de asemenea, perspectivele conduitei politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

Ulterior, rata anuală a inflației s-a mărit în linie cu previziunile în ianuarie 2024, la 7,41 la sută, de la 6,61 la sută în decembrie 2023, și s-a redus în februarie la 7,23 la sută. Avansul față de finele anului trecut era atribuibil în principal creșterii ample a dinamicii anuale a prețului energiei electrice sub impactul unui efect de bază, precum și scumpirii combustibililor și produselor din tutun pe fondul majorării accizelor și al măririi cotației țigheului. Concomitent, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să se reducă în primele două luni ale anului 2024, dar relativ mai lent, coborând la 7,6 la sută în februarie 2024, 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, alături de dinamica în descreștere a prețurilor importurilor. Impactul acestor factori a fost atenuat de efectele măsurilor fiscale aplicate în debutul anului curent și de nivelul mai ridicat al anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt, precum și de transferarea, cel puțin parțială, asupra prețurilor unor servicii și bunuri a noilor creșteri de costuri salariale, inclusiv pe fondul revigorării cererii de consum. La rândul său, activitatea economică a slăbit în intensitate în trimestrul IV 2023 mai mult decât s-a anticipat, contractându-se cu 0,5 la sută față de precedentele trei luni, după o creștere cu 1,0 la sută în trimestrul III, evoluții ce făceau probabilă o restrângere mai pronunțată a excedentului de cerere agregată în acest interval comparativ cu cea anticipată. În schimb, față de aceeași perioadă a anului trecut, avansul PIB s-a mărit la 3,0 la sută în trimestrul IV 2023, de la 1,9 la sută în trimestrul III. Creșterea în termeni anuali a economiei a continuat să fie susținută în trimestrul IV 2023 prioritar de formarea brută de capital fix, dar un aport sensibil mărit față de intervalul anterior a venit din partea consumului gospodăriilor populației, ca urmare a redinamizării cumpărărilor de mărfuri și servicii. Evoluția exportului net a redevenit însă puternic contracționistă în ultimul trimestru al anului trecut, în condițiile în care variația anuală a importurilor de bunuri și servicii s-a reamplificat, reintrând în teritoriul pozitiv și devansând-o astfel pe cea a exporturilor. Drept urmare, deficitul balanței comerciale și cel de cont curent au înregistrat o creștere în termeni anuali în acest interval – după trei trimestre de comprimare –, ce a fost accentuată în cazul celui din urmă de înrăutățirea considerabilă a soldului balanței veniturilor primare. Pe ansamblul întregului an, ambele deficite s-au diminuat însă vizibil în raport cu valorile atinse în 2022.

La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 4 aprilie 2024, cele mai noi evaluări indicau că rata anuală a inflației va continua să scadă în următoarele luni pe o traiectorie ușor mai ridicată decât cea evidențiată în prognoza pe termen mediu din februarie 2024, în principal sub influența efectelor de bază și a corecțiilor descendente ale cotațiilor mărfurilor agroalimentare, 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 rămâneau relevanți.

Pe baza evaluărilor și a datelor disponibile în acel moment, precum și în condițiile incertitudinilor foarte ridicate, 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 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. 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. Pe parcursul ultimelor trimestre, chiar dacă a încetinit, creșterea economică de la nivel global a rămas relativ rezilientă, iar în paralel s-au consemnat

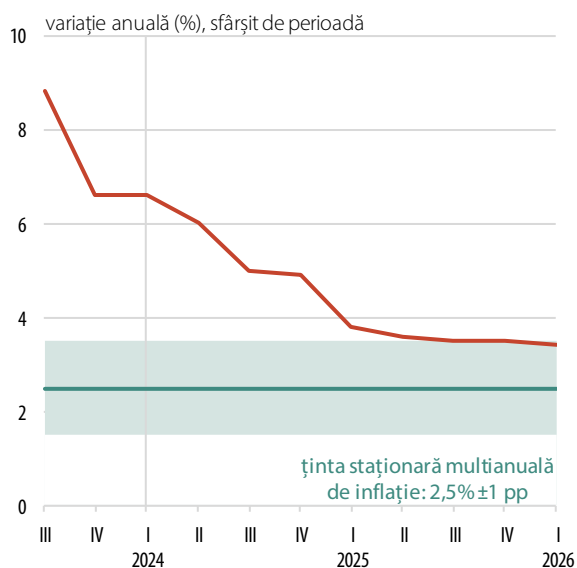
noi corecții ale ratelor inflației, cu progrese remarcabile raportat la valorile atinse la apogeul crizei. În aceste condiții, cel puțin până la acest moment, nu s-au confirmat avertismentele ce sugerau inevitabilitatea înregistrării unei stagflații și chiar a unei recesiuni la nivel global. Cu toate acestea, este de așteptat ca ritmul expansiunii economice să rămână și în perioadele următoare relativ scăzut comparativ cu standardele istorice, pe fondul efectelor persistente ale invaziei Rusiei în Ucraina, al apariției unor noi focare de tensiuni geopolitice în Orientul Mijlociu, dar și a tendințelor tot mai pronunțate de fragmentare geoeconomică.

Și în România, anul 2023 a consemnat o atenuare a creșterii economice, aceasta coborând la 2,1 la sută (de la 4,1 la sută în 2022), un ritm care rămâne, totuși, unul dintre cele mai ridicate în plan regional și chiar european. Totodată, rata anuală a inflației IPC a coborât de la nivelurile extrem de ridicate,

de două cifre, înregistrate în 2022. Inițial, date fiind așteptările generalizate ca principalele bănci centrale să înceapă și să conducă în ritm relativ rapid ciclul de reducere a ratelor dobânzii de politică monetară, piețele financiare au reacționat exuberant, inducând o relaxare a condițiilor financiare. Cu toate acestea, amânarea succesivă a acestor decizii a evidențiat faptul că procesul de normalizare a politicii monetare va fi, probabil, unul ceva mai atipic și, totodată, de mai lungă durată. Pe ansamblu, atât în ceea ce privește evoluția activității economice, cât și cea a inflației, situația rămâne una caracterizată de fragilitate și, în același timp, grevată de numeroase necunoscute. De exemplu, perspectiva ca economiile partenerilor externi ai României să se consolideze treptat, iar ratele inflației să continue să se reducă ar putea fi afectată în contextul „superciclului” electoral, cu numeroase runde succesive de alegeri programate în acest an. Toate aceste contingente reclamă prudență în evaluarea tuturor implicațiilor posibile asupra configurației cadrului macroeconomic.

Recent, temperarea și chiar stagnarea activității economiilor comunitare s-au reflectat și asupra celei din România. Astfel, dinamica trimestrială a PIB a consemnat o scădere în trimestrul IV 2023, în principal ca urmare a decelerării exporturilor, insuficient

### Proгноza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

susținute de cererea externă. Cu toate acestea, pe ansamblul anului 2023, creșterea economică a consemnat un ritm pozitiv, de 2,1 la sută. Slăbirea activității economice din trimestrul IV 2023 pare însă a fi una tranzitorie, în condițiile în care evoluțiile economice de la nivel sectorial din intervalul ianuarie-martie 2024 sugerează o nouă dinamică pozitivă a PIB, posibil superioară ca ritm inclusiv celei anticipate în ultimul *Raport asupra inflației*. În corelație cu aceste evoluții, deviația pozitivă a PIB s-a redus, la rândul său, în trimestrul IV 2023, dar urmează să se refacă la începutul anului curent și să atingă, la finele primului semestru al anului, valori apropiate de cele estimate în precedentul *Raport*. În condițiile în care se presupune, luând în considerare informațiile certe cunoscute până la acest moment, o corecție doar graduală, pe parcursul mai multor ani, a deficitelor bugetare excesive, excedentul de cerere agregată este anticipat a se menține pe tot parcursul intervalului de opt trimestre al proiecției.

În 2023, formarea brută de capital fix a înregistrat un parcurs remarcabil, cu o dinamică medie anuală de 14,4 la sută, cu mult peste cea consemnată de PIB. La această evoluție au contribuit în special atragerile de fonduri europene din cadrul financiar multianual 2014-2020, aflat la finalul perioadei extinse de bugetare. Deși autoritățile române au încasat, cumulativ de la începutul programului, aproximativ 10 miliarde euro din fondurile PNRR, utilizarea efectivă a acestora în finanțarea de programe investiționale a fost relativ modestă, în cuantum estimat de aproximativ 20 la sută din totalul fondurilor atrase. Cu toate acestea, sub efectul conjugat al tuturor surselor de finanțare disponibile, FBCF a consemnat în 2023, ca o premieră în ultimii ani, o contribuție la creșterea economică (3,6 puncte procentuale) superioară celei a consumului populației (2,2 puncte procentuale). Pe lângă fondurile europene, surse consistente de finanțare au continuat să rămână investițiile străine directe, însă este de așteptat ca pe termen mediu volumul acestora să se diminueze, inclusiv în corelație cu percepția investitorilor privind dezechilibrele macroeconomice persistente ale României.

În aceste condiții, pe măsura refacerii și, ulterior, a consolidării puterii de cumpărare a populației, consumul privat va redeveni, probabil chiar din acest an, principalul resort al creșterii economice. În acest sens, decisivă va fi evoluția robustă a venitului disponibil real al gospodăriilor, susținută de continuarea dezinflației și de creșterile salariale, atât cele din sectorul privat (inclusiv ca urmare a unor noi majorări anunțate ale salariului minim), cât și, în special în acest an, de cele din sectorul public. Totodată, se anunță creșteri ample ale transferurilor sociale, atât cele asociate implementării, începând din septembrie, a noii legi a pensiilor, cât și, ulterior, ca urmare a aplicării de la 1 ianuarie 2025 a algoritmului standard de indexare a acestora. În perspectivă, este esențială reechilibrarea cât mai rapidă a dinamicii creșterilor salariale, deja extrem de consistente, cu cea a productivității muncii, proces care va favoriza nu doar revenirea treptată a ratei inflației către țintă, ci și evitarea unor pierderi de competitivitate externă a economiei românești.

În 2023, deficitul de cont curent s-a corectat cu aproximativ 2,2 puncte procentuale față de anul 2022, cuantumul acestuia coborând la 7 la sută din PIB. Datele statistice complete pentru anul trecut reconfirmă rolul major în această corecție al ajustărilor balanței comerciale, la care se adaugă un sold excedentar, în creștere ușoară, al serviciilor. În perspectivă, noi reduceri ale deficitului de cont curent vor depinde de refacerea cât mai rapidă a economiilor partenerilor din Europa, de reechilibrarea

unor componente deficitare ale balanței serviciilor (în special componenta „turism”), dar și de progrese susținute în accesarea fondurilor europene aferente noii perioade multianuale de bugetare 2021-2027. Totodată, 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 definite în cadrul procedurii de deficit excesiv. Pe de o parte, această corecție ar majora rezerva fiscală a României, utilă în cazul acomodării unor eventuale noi șocuri adverse, iar pe de altă parte, ar asigura un parcurs lin al absorbției de fonduri europene, necondiționat în mod formal de ritmul corecției fiscale.

Conform scenariului de bază actualizat, ulterior valorii de 6,61 la sută consemnate atât la finele anului 2023, cât și în luna martie 2024, rata anuală a inflației IPC se va menține pe o traiectorie descendentă pe tot intervalul proiecției. Cu toate acestea, ritmul dezinflației este proiectat să încetinească semnificativ în următorii doi ani comparativ cu cel consemnat în anul 2023. În plus, traiectoria indicatorului va fi marcată de unele oscilații de ritm, determinate în principal de manifestarea unor efecte de bază (de exemplu, cele favorabile asociate scumpirii medicamentelor în trimestrul III 2023 și majorărilor de impozite indirecte de la începutul anului curent ori cele nefavorabile asociate ieftinirii alimentelor și combustibililor din trimestrul IV 2023). Astfel, revenirea ratei anuale a inflației IPC în intervalul țintei, însă la limita superioară a acestuia, este anticipată abia pentru trimestrul IV 2025, urmând să coboare la 3,4 la sută la orizontul proiecției, în luna martie 2026. Valorile proiectate pentru finele anului curent și al celui viitor sunt de 4,9 la sută și, respectiv, de 3,5 la sută, diferențe marginale (+0,2 puncte procentuale) fiind vizibile exclusiv pentru sfârșitul acestui an. În schimb, rata anuală a inflației calculată la taxe constante (prin eliminarea impactului majorărilor anterioare și al celor proiectate de TVA și accize) ar reveni în interiorul intervalului țintei încă din trimestrul II 2025, la 3,2 la sută, valoare consemnată, de altfel, și în luna martie 2026.

Atât pentru sfârșitul acestui an, cât și în perspectivă, principalul determinant al scăderii ratei anuale a inflației *headline* va rămâne indicele CORE2 ajustat. În același timp, contribuția componentelor exogene ale coșului la inflația totală se va menține relativ constantă la sfârșitul anului curent raportat la valoarea de la finele anului 2023 și se va reduce cu aproximativ 0,4 puncte procentuale în 2025, stabilizându-se în jurul nivelului de 1,2 puncte procentuale către sfârșitul orizontului de proiecție. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat va urma o traiectorie continuu descendentă, susținută de reducerea graduală a *gap*-ului PIB în decursul anului curent, de corecția așteptărilor privind inflația, precum 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. În sectorul privat, dinamici salariale ridicate vor fi determinate de persistența penuriei de forță de muncă calificată, de majorările acordate în vederea refacerii puterii de cumpărare a angajaților, de creșterile anunțate ale salariului minim, dar și ca urmare a unui efect de demonstrație indus de majorările câștigurilor salariale din sectorul public. Pentru luna decembrie 2024, rata anuală a inflației de bază a fost ușor revizuită în sus, la 5,3 la sută (+0,3 puncte procentuale față de ultimul *Raport*), pe fondul persistenței la niveluri ridicate a presiunilor asupra componentelor servicii și bunuri nealimentare din

structura indicelui. Ulterior, în 2025, diferențele față de ultima proiecție se atenuează sensibil, date fiind revizuirile în jos în special ale așteptărilor privind inflația și, într-o mult mai mică măsură, ale *gap*-ului PIB. Astfel, rata anuală a inflației de bază se va reduce până la 3,5 la sută în luna martie 2026, valoare plasată la marginea superioară a intervalului țintei de inflație.

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 legați de majorări salariale în sectorul public (de exemplu, creșterile acordate angajaților din sistemul de sănătate și asistență socială). De asemenea, tensiunile geopolitice din Orientul Mijlociu s-au amplificat, însă efectele directe în plan economic ale acestor evoluții continuă să fie 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.

Conform caracteristicilor proiecției pe termen mediu, ulterior inversării și epuizării, în cea mai mare parte, a efectelor șocurilor adverse de ofertă din ultimii ani, principalii determinanți ai inflației urmează să fie asociați factorilor fundamentali de pe plan intern. În acest sens, sunt relevante în special evoluțiile de pe piața forței de muncă, respectiv dinamicile salariale extrem de ridicate, la care se adaugă configurația viitoare a politicii fiscale și de venituri. În plan fiscal, la o primă evaluare, cel mai recent set de măsuri anunțat și implementat de autorități nu conține germele unor corecții descendente de amploare ale deficitului bugetar din acest an și, pe cale de consecință, nici ale cuantumului acestuia pe termen mediu. În acest sens, autoritățile au anunțat recent o nouă traiectorie de corecție a deficitelor bugetare, ce prevede reîncadrarea acestuia în ținta de 3 la sută abia la orizontul anului 2027<sup>1</sup>. Din păcate, evaluarea plauzibilității acestei noi traiectorii este îngreunată de faptul că 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 etc. În plus, pentru acest an, calendarul electoral încărcat nu exclude riscul unui derapaj fiscal în special în situația în care eventuale noi măsuri expansioniste ar viza majorări persistente ale cheltuielilor bugetare (de exemplu, noi creșteri salariale în sectorul public). Într-o astfel de eventualitate, întreaga traiectorie viitoare a deficitelor bugetare ar urma să gliseze în sens ascendent față de ipotezele de lucru din scenariul de bază, bazate pe informații certe disponibile la momentul finalizării proiecției. În perspectivă, riscuri de aceeași natură ar putea proveni din efectele adoptării probabile a legii salarizării unitare, ce reprezintă totodată unul dintre jaloanele centrale ale celei de-a patra cereri de plată din PNRR. Majorări salariale suplimentare, având ca surse atât politica de venituri a autorităților, cât și eventuale noi accentuări ale tensiunilor structurale de pe piața forței de muncă (deficit de forță de muncă calificată, accentuarea declinului demografic, noi valori

<sup>1</sup> Conform recomandării Consiliului Uniunii Europene în vederea încetării situației de deficit public excesiv din România din iunie 2021, România trebuia să pună capăt situației de deficit excesiv cel mai târziu în 2024.

de emigrație), ar fi de natură să implice abateri consistente în sus ale inflației de la traiectoria proiectată.

Până la acest moment, efectele directe în plan economic ale evoluțiilor din Orientul Mijlociu au fost relativ atenuate. În schimb, odată cu escaladarea recentă a tensiunilor dintre Iran și Israel, conflictul din acest areal a căpătat noi valențe, context în care riscul extinderii tensiunilor geopolitice s-a accentuat. Pe acest fundal, a sporit riscul unor noi posibile perturbări în sfera comerțului internațional, inclusiv noi sincope în lanțurile globale de producție. În plus, reconfigurarea rutelor de transport va îngreuna procesele logistice și ar putea conduce la costuri suplimentare suportate de companii, posibil a fi ulterior transferate în prețurile finale ale bunurilor și serviciilor. În același timp, își reconfirmă importanța implicațiile economice ale războiului ruso-ucrainean. De exemplu, introducerea recentă a unor sancțiuni de către Statele Unite și Marea Britanie privind livrările de metale din Rusia (aluminiu, nichel și cupru) ar putea avea un efect perturbator pe piețele internaționale de profil, cu un potențial inflaționist ridicat.

## Decizia de politică monetară

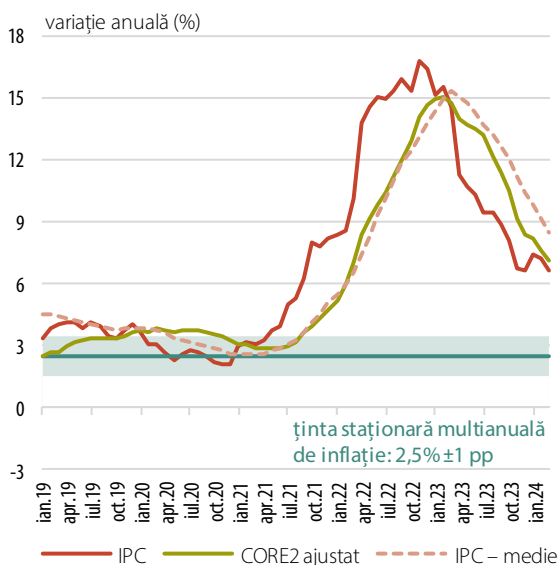
Dată fiind perspectiva continuării scăderii ratei anuale a inflației de-a lungul următoarelor opt trimestre într-un ritm mult încetinit față de 2023 și pe o traiectorie ceva mai ridicată pe termen scurt decât cea evidențiată în proiecția precedentă, și având în vedere riscurile și incertitudinile asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 13 mai 2024 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută. Totodată, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 8 la sută și a ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 6 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

În primul trimestru din 2024, rata inflației IPC și-a întrerupt temporar traiectoria descendentă urmată pe tot parcursul anului precedent, consemnând în luna martie un nivel egal cu cel din decembrie 2023 (6,61 la sută), pe fondul unor evoluții localizate mai ales la nivelul grupei bunurilor energetice, asociate unor puternice efecte de bază nefavorabile, unor majorări de accize, dar și avansului prețului petrolului. Acestor influențe li s-a contrapus contextul relativ benign de pe piețele agroalimentare mondiale, care a antrenat continuarea dezinflației în cazul bunurilor alimentare. Drept urmare, inflația de bază CORE2 ajustat și-a păstrat tendința descrescătoare (7,1 la sută la finele trimestrului I 2024), dar aportul dezinflaționist corespunzător bunurilor nealimentare și serviciilor de piață a fost mai restrâns. Totuși, presiunile de pe latura costurilor cu forța de muncă, a căror transmisie este facilitată de reziliența cererii din economie, imprimă un caracter lent procesului dezinflaționist din România (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației



Sursa: INS, BNR

Grupa bunuri energetice a avut o contribuție decisivă la stoparea parcursului dezinflaționist în trimestrul I 2024, atât prețurile la electricitate, cât și cele ale combustibililor înregistrând majorări ale dinamicilor anuale. În primul caz, a fost vorba exclusiv de manifestarea unui efect statistic advers (cu impact de aproximativ +0,7 puncte procentuale asupra IPC), aferent ieșirii din baza de calcul a lunii ianuarie 2023, atunci când s-a decis includerea tuturor clienților casnici sub incidența schemei de plafonare a prețurilor energiei electrice. În perioada curentă, ratele lunare ale inflației pe acest segment sunt marginale, corespunzând doar migrației unor gospodării între tranșele de consum cu plafoane diferite (Grafic 1.2).

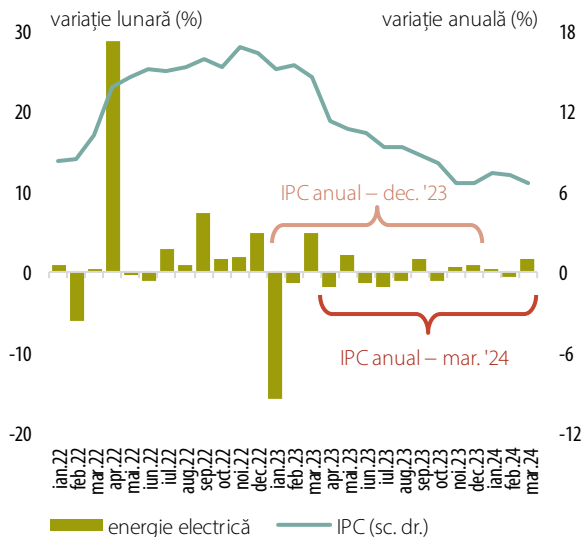
În cazul combustibililor, cotația țițeiului Brent a cunoscut o ascensiune aproape neîntreruptă în

perioada analizată, de la circa 75 dolari SUA/baril în debutul anului, până la aproape 90 dolari SUA/baril la finalul trimestrului și chiar peste acest nivel în luna aprilie. Influențe au venit mai ales din partea ofertei, pe fondul escaladării tensiunilor din Orientul Mijlociu și al prelungirii reducerilor voluntare de producție ale OPEC+ (Grafic 1.3). Tendința crescătoare a prețurilor carburanților a fost accentuată de parcurgerea primei etape de indexare a accizei la carburanți (impact estimat de circa +0,17 puncte procentuale asupra IPC), cealaltă etapă urmând a avea loc



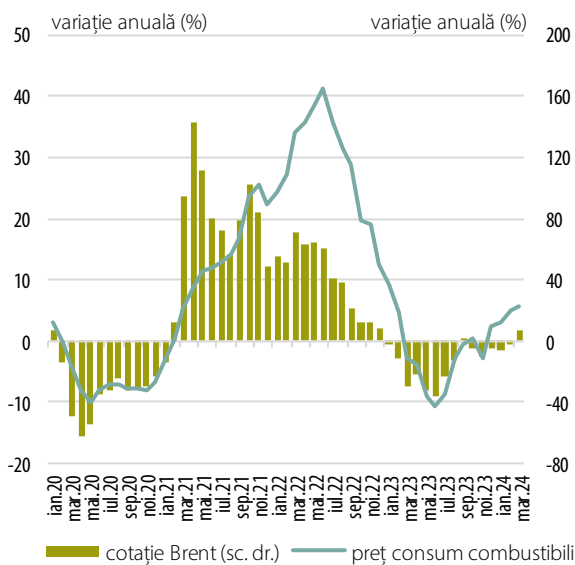
la jumătatea anului. Tot în sfera modificărilor fiscale, creșterea accizei la tutun începând cu 1 ianuarie 2024 a determinat scumpirea pachetelor de țigarete cu 1 leu, adăugând încă aproximativ 0,25 puncte procentuale la dinamica IPC.

Grafic 1.2. Efecte de bază pe segmentul energie electrică



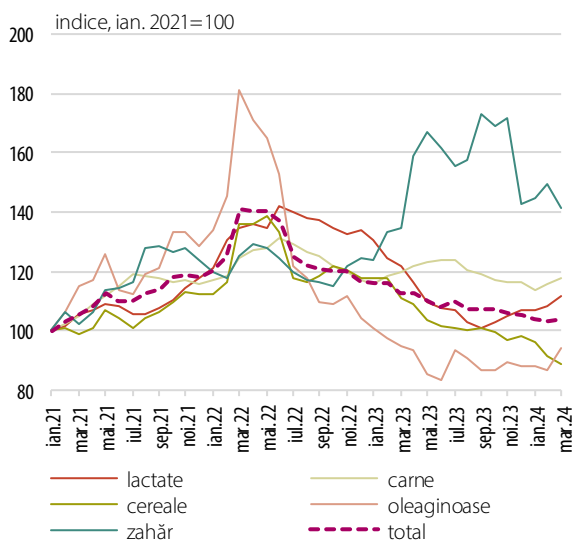
Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 1.3. Prețul combustibililor



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

Grafic 1.4. Prețurile principalelor mărfuri agroalimentare



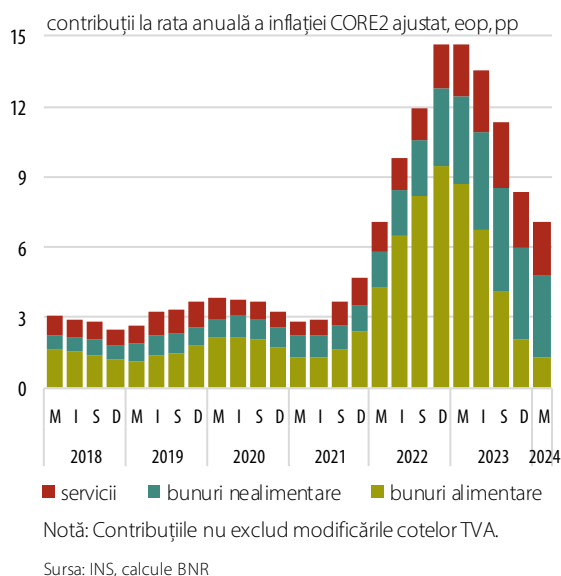
Sursa: FAO

În contrast, prețurile alimentelor și-au restrâns în continuare dinamica anuală, beneficiind de contextul favorabil de pe piețele materiilor prime de profil – cotațiile internaționale au ajuns în linie cu cele înregistrate în prima jumătate a anului 2021, pe fondul stocurilor ample și al perspectivelor favorabile privind recolta globală (Grafic 1.4). În cazul alimentelor cu prețuri volatile (legume, fructe, ouă) dinamica anuală a înregistrat un declin notabil, până la valoarea nulă (de la 6,7 la sută în decembrie 2023), iar rata anuală de creștere a prețurilor alimentelor procesate a frânat până la 3,3 la sută, imprimând o nouă temperare a inflației CORE2 ajustat (7,1 la sută în martie 2024, nivel inferior cu 1,3 puncte procentuale celui consemnat la finele anului trecut).

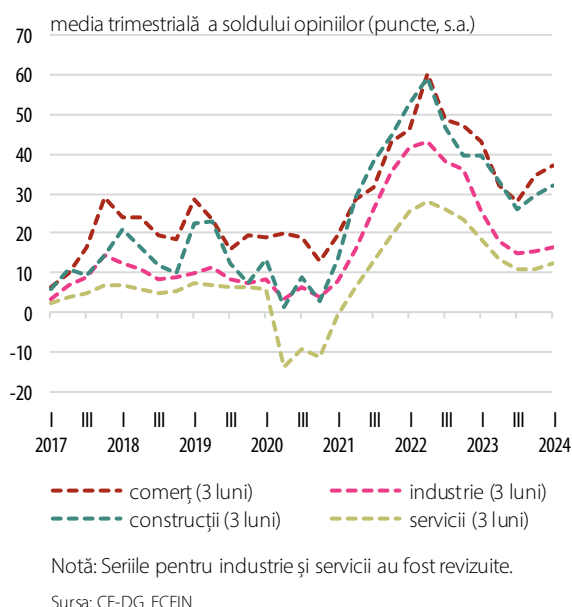
Corecții ale variațiilor anuale s-au consemnat și la nivelul produselor nealimentare și al serviciilor de

piață, cele două segmente ale inflației de bază afișând, totuși, un grad mai ridicat de rigiditate (Grafic 1.5) – în primul caz, rata anuală de creștere a prețurilor a rămas în teritoriul de două cifre (10,2 la sută la finalul trimestrului I), iar în cel de-al doilea caz a coborât ușor sub acest prag (9,6 la sută). Chiar în condițiile dinamicilor în scădere ale prețurilor unor bunuri importate și ale influenței limitate a costurilor materiale

**Grafic 1.5. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat**



**Grafic 1.6. Anticipații privind evoluția prețurilor**



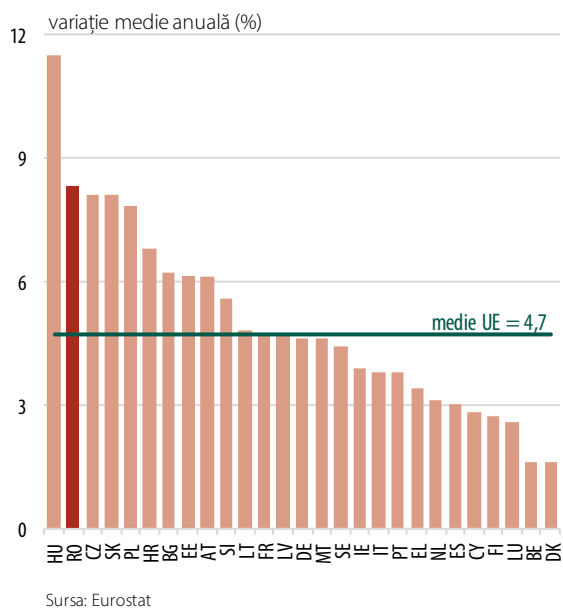
de producție (materii prime, energie), dezinflația pe aceste segmente rămâne lentă; majorarea pronunțată a costurilor cu forța de muncă constituie un factor inhibitor, transmisia în prețurile finale fiind favorizată de o cerere de consum solidă, după cum denotă valorile recente ale indicatorilor de activitate din retail.

În planul măsurilor administrative cu impact direct asupra inflației de bază, în trimestrul I 2024 autoritățile au decis majorarea cotei TVA la alimentele cu conținut ridicat de zahăr și la unele servicii de agrement, precum și introducerea unei accize pentru băuturile cu conținut ridicat de zahăr (impact total estimat asupra dinamicii IPC de circa +0,15 puncte procentuale, iar asupra dinamicii CORE2 ajustat de circa +0,24 puncte procentuale). În același timp, pachetului de măsuri privind plafonarea adaosului comercial pentru alimentele de bază (inclusiv limitarea celui aferent unor importuri care nu sunt procesate suplimentar în România) i s-a adăugat o nouă prelungire, până la finalul anului. Din perspectiva pieței (procesatori, operatori comerciali), această intervenție administrativă implică o erodare a profiturilor, care poate fi compensată prin majorarea prețurilor finale ale unor produse care nu intră sub incidența măsurii, mai ales în condiții permissive de cerere. Conjunctura actuală, caracterizată de un context benign din perspectiva cotațiilor materiilor prime agroalimentare, ar reprezenta o oportunitate de normalizare a mecanismelor de funcționare a pieței de profil.

Anticipațiile inflaționiste pe termen scurt ale agenților economici din toate sectoarele s-au poziționat pe un palier superior celui prevalent

în trimestrul precedent, în corelație cu revigorarea activității economice și cu recente demersuri de consolidare fiscală întreprinse în ultimul trimestru din 2023 sau la începutul anului 2024, care exercită un impact inflaționist (Grafic 1.6). În schimb, așteptările analiștilor bancari în ceea ce privește rata anuală a inflației peste un an, respectiv doi ani, au fost revizuite în sens descendent, indicatorul aferent orizontului mai îndepărtat situându-se în proximitatea limitei superioare a intervalului asociat țintei staționare.

Grafic 1.7. IAPC mediu anual în UE – mar. 2024



Rata medie anuală a inflației a continuat să scadă în primul trimestru al anului 2024, până la 8,5 la sută în cazul indicatorului calculat pe baza structurii IPC, respectiv până la 8,3 la sută în cazul celui calculat pe baza metodologiei IAPC (-1,9 puncte procentuale, respectiv -1,4 puncte procentuale comparativ cu ultimul trimestru al anului anterior). Cu toate acestea, ecartul față de inflația medie din Uniunea Europeană s-a extins până la 3,6 puncte procentuale (față de 3,3 puncte procentuale la finalul anului precedent), dat fiind profilul relativ lent al dezinflației din România (Grafic 1.7).

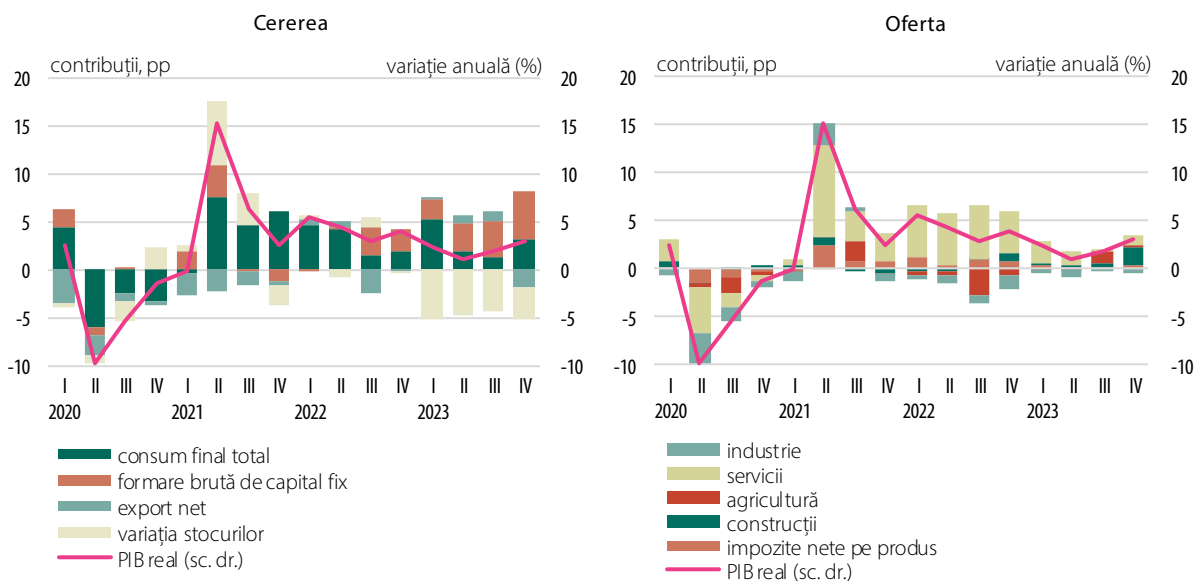
Rata anuală a inflației IPC la finele trimestrului I 2024 a consemnat un nivel efectiv marginal superior celui anticipat în ediția din luna februarie a *Raportului asupra inflației* (+0,1 puncte procentuale).

## 2. Evoluții ale activității economice

### 1. Cererea și oferta

Trimestrul IV 2023 a marcat o accelerare a creșterii PIB real<sup>2</sup> (până la 3 la sută, variație anuală, față de o medie de 1,8 la sută în trimestrele I-III), evoluția fiind datorată atât consumului privat, cât și investițiilor. Din perspectiva ofertei, dinamizarea activității economice a fost localizată la nivelul sectoarelor neindustriale, în timp ce industria prelucrătoare a continuat să resimtă tracțiunea anemică din partea cererii externe (cu un ritm de -2 la sută în termeni anuali, VAB din industrie a marcat al nouălea trimestru de scădere), Grafic 2.1.

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



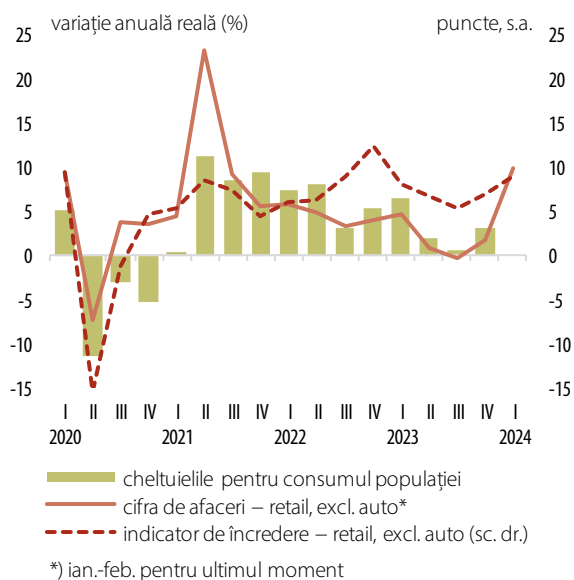
Sursa: INS

Consumul populației și-a accentuat rata anuală de creștere (până la 2,5 la sută), traiectoria fiind susținută, în bună măsură, de majorările succesive ale salariului net real pe parcursul anului 2023, precum și de ameliorarea condițiilor de creditare. Creșteri ale vânzărilor au înregistrat majoritatea categoriilor de bunuri, remarcabilă fiind intensificarea activității comerciale pe segmentul alimentar, până la 4,2 la sută. În acest caz, semnale din piață menționează impulsul suplimentar exercitat asupra cererii de frecvența sporită a promoțiilor, concomitent cu disponibilitatea în creștere a consumatorilor pentru identificarea acestora, ceea ce s-a reflectat într-o modificare de comportament – achiziții mai dese, dar volume ceva mai reduse, cu efect net de amplificare a încasărilor în termeni reali pe segmentul de retail. Vânzările de

<sup>2</sup> În această secțiune, analiza PIB se bazează pe variații anuale calculate utilizând seriile de volum exprimate în prețurile trimestrului corespunzător al anului precedent.

echipamente IT&C și electrocasnice și-au majorat la rândul lor dinamica anuală, în contextul reducerilor de preț asociate campaniilor „Black Friday” derulate pe parcursul lunii noiembrie 2023<sup>3</sup>, în timp ce achizițiile de carburanți au continuat să se diminueze.

Grafic 2.2. Consumul populației



Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Cererea de consum își va păstra probabil traiectoria ascendentă și în prima parte a anului 2024, sub efectul creșterii preconizate a veniturilor reale ale populației, având în vedere majorările operate la 1 ianuarie 2024 asupra punctului de pensie și a salariilor din sectorul bugetar, precum și temperarea graduală a inflației. Datele efective cu privire la volumul cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul relevă o dinamizare a activității în intervalul ianuarie-februarie 2024, până la 9,8 la sută (variație anuală), creșteri ample fiind vizibile în cazul vânzărilor de îmbrăcăminte, încălțăminte, produse farmaceutice și cosmetice (peste 20 la sută) și în cel al companiilor a căror activitate se desfășoară preponderent online (14 la sută). Totodată, așteptările pe termen scurt ale operatorilor din comerțul cu amănuntul s-au îmbunătățit, indicatorul de încredere avansând până la 9,1 puncte în trimestrul I 2024 (cu o contribuție importantă din partea comercianților al căror

domeniu principal de activitate îl reprezintă vânzarea de bunuri alimentare), Grafic 2.2. Comerțul auto și-a atenuat rata anuală de creștere (până la 3,5 la sută în perioada ianuarie-februarie 2024), fiind totuși posibilă o revenire către finele trimestrului, având în vedere interesul ridicat al populației pentru achiziția de autovehicule prin intermediul celor două Programe de Reînnoire a parcului auto („Rabla Clasic” și „Rabla Plus”), demarate în 19 martie; în plus, așteptările dealerilor auto, surprinse de sondajul DG ECFIN cu privire la evoluția pe termen scurt a vânzărilor, relevă o îmbunătățire în primele trei luni ale anului 2024 comparativ cu trimestrul IV 2023.

În ultimul trimestru din 2023, deficitul bugetului general consolidat s-a mărit substanțial, dar mai puțin față de intervalul similar al anului precedent, ajungând la 33,4 miliarde lei (2,1 la sută din PIB)<sup>4</sup>, față de 39,1 miliarde lei (2,8 la sută din PIB) în trimestrul IV 2022. Creșterea în raport cu trimestrul anterior s-a datorat amplificării cheltuielilor bugetare totale<sup>5</sup>, inclusiv pe seama cheltuielilor de capital și a celor cu bunuri și servicii<sup>6</sup>, precum și a cheltuielilor de personal<sup>7,8</sup>. Principala contribuție a

<sup>3</sup> Care au avut o eficiență sporită din perspectivă multianuală.

<sup>4</sup> De la 19,2 miliarde lei (1,2 la sută din PIB) în trimestrul III 2023.

<sup>5</sup> A căror dinamică anuală reală a revenit în teritoriul pozitiv, la 4,0 la sută (de la -0,5 la sută în trimestrul precedent).

<sup>6</sup> Amplitudinea creșterii a fost totuși inferioară celei din trimestrul IV 2022, dată fiind și plafonarea acestor categorii de cheltuieli în ultimele luni din 2023 (conform OUG nr. 90/2023), ele înregistrând astfel scăderi în termeni anuali reali.

<sup>7</sup> Dinamică anuală reală a acestor cheltuieli a urcat la 10,6 la sută, reprezentând un maxim post-2019.

<sup>8</sup> În sens opus a acționat diminuarea cheltuielilor cu subvențiile (dată fiind mai ales scăderea celor cu schema de compensare pentru consumul de energie electrică și gaze naturale al consumatorilor non-casnici), precum și a celor cu dobânzile, ambele accentuându-și declinul în termeni anuali reali.

aparținut însă sporirii considerabile a cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile<sup>9</sup>, având totuși un impact mai scăzut asupra soldului bugetar<sup>10</sup>. Veniturile bugetare totale s-au majorat la rândul lor<sup>11</sup>, dar mai moderat decât cheltuielile, și predominant cu aportul sumelor primite de la UE, în condițiile în care creșterea încasărilor provenite din TVA, din contribuții de asigurări și din impozitul pe salarii și venit a fost în mare parte contrabalansată de diminuarea veniturilor aferente altor impozite și taxe pe bunuri și servicii<sup>12</sup>.

Pe ansamblul anului 2023, execuția bugetară s-a soldat cu un deficit de 89,9 miliarde lei, semnificativ superior celui din anul precedent (80,8 miliarde lei) și mult mai mare decât plafonul aprobat (68,3 miliarde lei), echivalând însă cu 5,6 la sută din PIB, față de 5,8 la sută din PIB în 2022.

În primul trimestru al anului curent, deficitul bugetar a continuat în mod atipic să crească față de trimestrul precedent, ajungând la 35,9 miliarde lei (2,1 la sută din PIB) și depășind astfel considerabil valoarea înregistrată în primele trei luni din 2023, de 22,8 miliarde lei (1,4 la sută din PIB).

Cu un avans de 21,4 la sută în termeni anuali, formarea brută de capital fix și-a consolidat poziția de motor al creșterii economice (aport de 5 puncte procentuale în trimestrul IV). Traiectoria este posibil să se prelungească pe orizontul apropiat, pe fondul menținerii contextului favorabil din perspectiva surselor de finanțare. Astfel, valoarea estimată pentru anul 2023 a influxurilor nete de ISD sub forma participațiilor la capital<sup>13</sup> a fost apropiată nivelurilor din 2021-2022 (deși în scădere ca pondere în PIB), iar rambursările din fondurile structurale și de investiții aferente CFM 2014-2020 s-au intensificat spre finalul anului 2023. Totodată, pentru anul în curs sunt estimate a se absorbi peste 3 miliarde euro în cadrul CFM 2021-2027 (fonduri alocate prin politica de coeziune și pentru dezvoltarea agriculturii), iar 2,7 miliarde euro alocați în cadrul PNRR urmează a se încasa în cazul evaluării favorabile a celei de-a treia cereri de plată depuse la CE în decembrie 2023. Această din urmă sumă se va adăuga fondurilor încasate până acum prin Mecanismul de redresare și reziliență (9,4 miliarde euro), care, totuși, până în luna martie 2024 au fost utilizate doar în proporție de 20 la sută<sup>14</sup>.

<sup>9</sup> În principal datorită cheltuielilor cu proiecte cu finanțare din Cadrul financiar multianual 2014-2020 aflat în curs de finalizare; o contribuție minoră a venit și din partea proiectelor cu finanțare din sumele reprezentând asistența financiară nerambursabilă aferentă PNRR.

<sup>10</sup> Dată fiind evoluția relativ similară a sumelor primite de la UE. În trimestrul IV 2023, au crescut însă și cheltuielile cu proiecte având finanțare din sumele aferente componentei de împrumut a PNRR, care au continuat să le depășească pe cele finanțate din granturi PNRR.

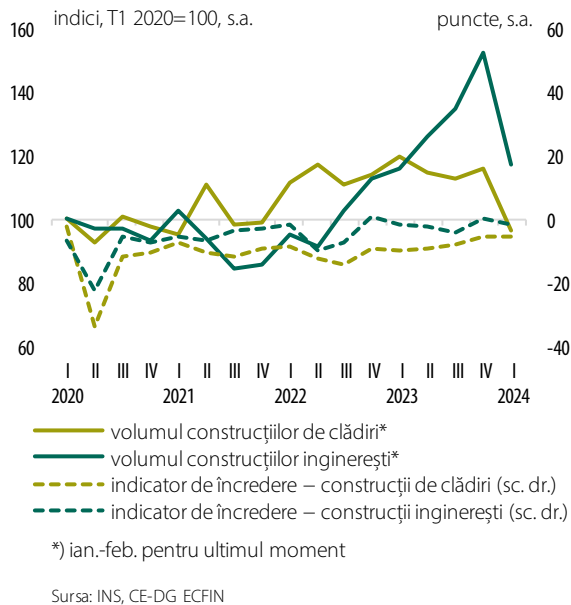
<sup>11</sup> Ritmul anual real de creștere a veniturilor a revenit, de asemenea, în teritoriul pozitiv, urcând la 11,3 la sută (de la -0,1 la sută în trimestrul anterior).

<sup>12</sup> Categorie în care sunt incluse și încasările la bugetul de stat generate de impozitarea operatorilor economici din sectorul energetic.

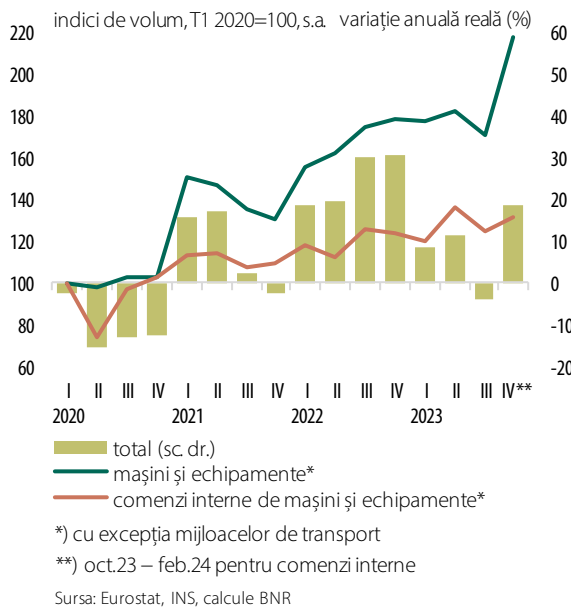
<sup>13</sup> Inclusiv profituri reinvestite.

<sup>14</sup> Potrivit declarației ministrului investițiilor și proiectelor europene.

Grafic 2.3. Construcții



Grafic 2.4. Investiții, exclusiv construcții



Principala contribuție la extinderea investițiilor a revenit lucrărilor de construcții, al cărui volum s-a plasat cu circa 24 la sută peste cel din trimestrul IV 2022, rolul determinant aparținând în continuare proiectelor de infrastructură (în creștere cu 34 la sută). Finalul anului anterior și prima parte a celui curent sunt marcate de finalizarea sau demararea unor proiecte de anvergură, îndeosebi în domeniul rețelei de drumuri de interes național, în timp ce calendarul electoral va da probabil un impuls suplimentar lucrărilor de construcții pentru rețelele locale de drumuri și de utilități. Construcțiile de clădiri s-au majorat cu 5,8 la sută, însă traiectoria suprafeței autorizate a rămas descrescătoare (-19 la sută în ultimele 12 luni, până în luna februarie 2024), mai cu seamă în cazul proiectelor pentru locuințe. În contextul în care pe acest din urmă segment există semnale de revigorare a cererii (având în vedere creșterea veniturilor reale și a creditelor noi contractate de populație), evoluția negativă a autorizațiilor pare să fie imprimată de persistența constrângerilor de natura ofertei pe piața proiectelor imobiliare noi, inclusiv pe fondul întâzierii soluționării problemelor de ordin juridic-legislativ (Grafic 2.3).

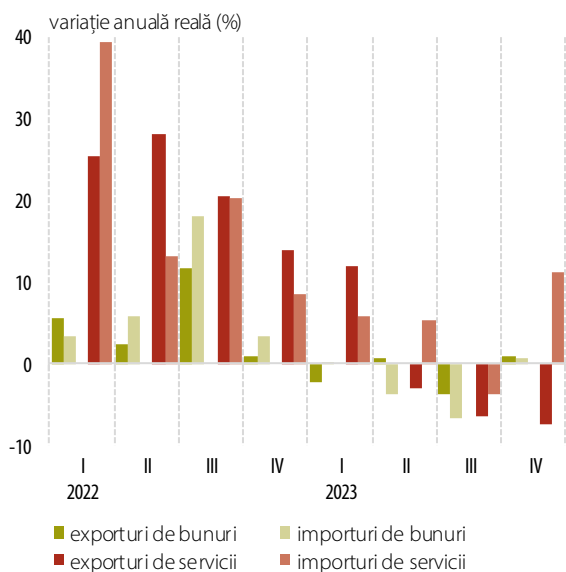
O dinamică alertă au înregistrat și achizițiile de mașini și echipamente (circa 19 la sută în termeni anuali<sup>15</sup>), inclusiv din domeniul IT și din cel militar. Un interes ridicat se acordă în continuare investițiilor pentru creșterea capacităților de producție a energiei regenerabile, constând atât în proiecte noi de mari dimensiuni (mai ales parcuri fotovoltaice), cât și în cele pentru producerea de energie destinată consumului propriu al companiilor, instituțiilor publice și populației. Investițiile din această ultimă categorie sunt stimulate și de reluarea, în luna ianuarie 2024, a schemei Casa Verde Fotovoltaică,

prin care persoanele fizice pot beneficia de o finanțare de 20 000 lei, care va putea fi completată, începând din acest an, cu un voucher în valoare de 25 000 lei, potrivit unei măsuri prevăzute în PNRR revizuit. Totodată, printre proiectele de investiții în curs de derulare în sectorul manufacturier se numără și cele din sfera electromobilității, vizând transportul public urban și producția de autoturisme (Grafic 2.4).

<sup>15</sup> Potrivit datelor de conturi naționale privind formarea brută de capital fix.

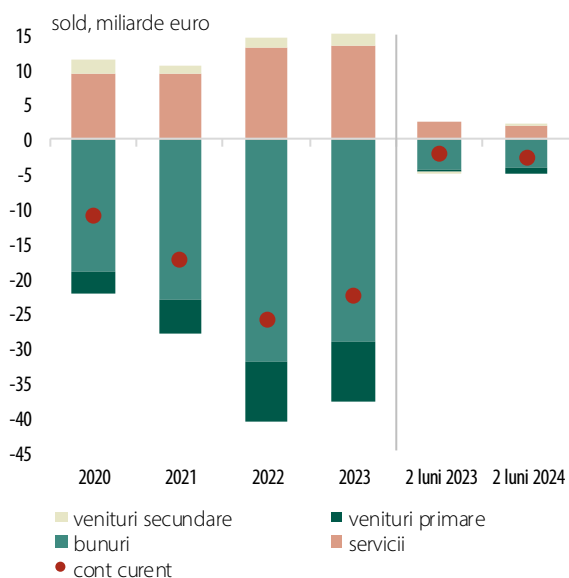
Contribuția exportului net de bunuri și servicii la dinamica PIB a fost negativă pentru prima oară în anul 2023 (-1,8 puncte procentuale). Responsabilă pentru acest rezultat a fost balanța serviciilor, în timp ce schimburile comerciale de bunuri au avut un aport neutru. În primul caz, efectul negativ dominant a fost localizat la nivelul serviciilor de turism, datele din balanța de plăți (valori nominale) indicând o creștere în termeni anuali a cheltuielilor efectuate de rezidenții care călătoresc în străinătate (în linie cu intensificarea cererii autohtone de consum), precum și o scădere a încasărilor aferente

Grafic 2.5. Comerț exterior



Sursa: INS

Grafic 2.6. Contul curent



Sursa: BNR

vizitelor turiștilor străini în țara noastră inclusiv ca urmare a efectului de bază generat de aflusul de populație de origine ucraineană cauzat de invazia rusă, a cărei influență s-a resimțit în cea mai parte a anului 2022<sup>16</sup>.

La nivelul bunurilor, ritmurile anuale au devenit pozitive atât în cazul exporturilor, cât și în cel al importurilor, dar s-au plasat la valori modeste (Grafic 2.5). În cazul exporturilor, creșterea (1 la sută) a purtat amprenta producției relativ înalte de cereale și oleaginoase, care a antrenat un salt de peste 80 la sută al cantităților exportate. În schimb, trenarea activității în sectorul manufacturier din zona euro s-a regăsit într-o evoluție negativă a livrărilor externe de produse industriale, atât bunuri intermediare, cât și bunuri finale de capital și de consum – excepții mai vizibile au fost reprezentate de exporturile de autovehicule și de anumite categorii de construcții metalice, la care s-au adăugat cele de ulei comestibil (+64 la sută), în contextul recoltei bogate menționate anterior. Fragilitatea cererii externe s-a repercutat și asupra importurilor de bunuri intermediare, însă traiectoria acestora a fost contrabalansată de revigorarea achizițiilor de bunuri de capital și de consum (+14,3 la sută, respectiv +0,6 la sută), în asociere cu creșterea absorbției interne.

Pe ansamblul anului 2023, componenta de volum a balanței comerciale a avut o evoluție favorabilă, care s-a reflectat și la nivelul balanței de plăți<sup>17</sup>. Deficitul bunurilor a coborât la 29 miliarde euro (-9,5 la sută, variație nominală), iar surplusul balanței serviciilor s-a majorat cu 3,2 la sută, astfel încât deficitul contului curent s-a plasat cu 13,1 la sută sub nivelul din anul 2022 (22,6 miliarde euro). Începutul anului 2024 a marcat scăderea în continuare a deficitului

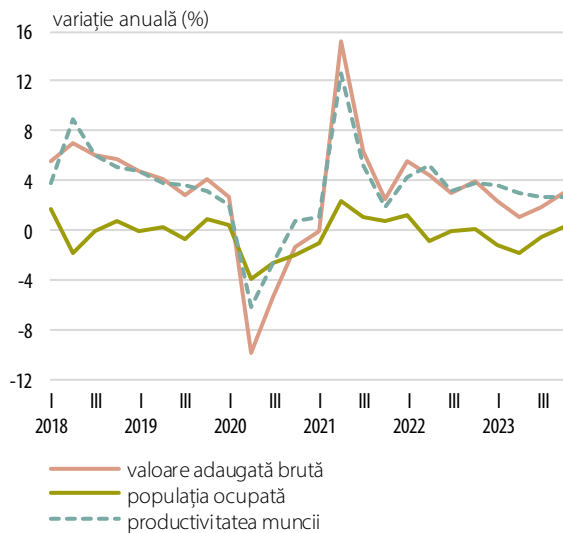
<sup>16</sup> Plățile realizate pe teritoriul României cu carduri emise de bănci care nu operează pe piața locală sunt înregistrate în balanța de plăți ca export de servicii turistice.

<sup>17</sup> O contribuție minoră la scăderea deficitului bunurilor a revenit și componentei de preț, în condițiile în care reducerea valorii unitare la import a fost ușor mai accentuată decât cea aferentă exporturilor.



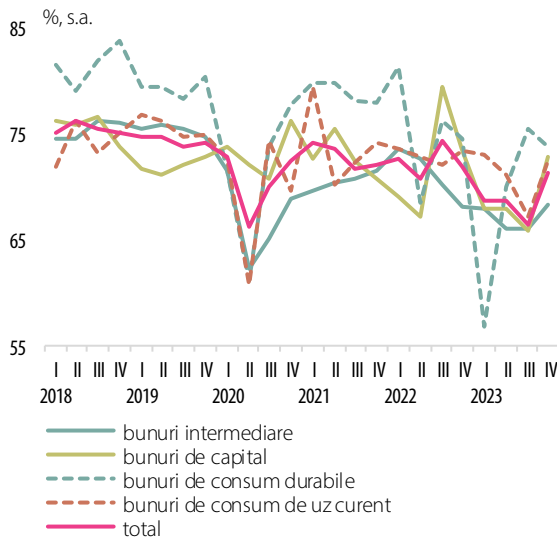
bunurilor (cu 0,9 la sută în intervalul ianuarie-februarie comparativ cu perioada similară din anul precedent), însă dezechilibrul contului curent s-a adâncit (cu 24,6 la sută, până la 2,7 miliarde euro), o contribuție revenind reducerii surplusului aferent contului serviciilor, atribuită în esență activității de turism internațional (Grafic 2.6).

**Grafic 2.7. Productivitatea muncii pe ansamblul economiei**



Sursa: INS, calcule BNR

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



Sursa: CE-DG ECFIN

### Productivitatea muncii

În ultimul trimestru al anului, productivitatea muncii pe ansamblul economiei și-a păstrat relativ neschimbat ritmul de creștere observat în intervalul precedent (+2,7 la sută, dinamică anuală), Grafic 2.7. Activitatea din construcții a continuat să afișeze un parcurs robust, pe fondul traiectoriei lucrărilor ingineresti, în timp ce sectorul comerț-transporturi-HoReCa s-a revigorat, în linie cu tendința observată în cazul consumului populației, care alimentează planuri ambițioase de expansiune ale marilor comercianți.

Deși încă în teritoriul negativ, ritmul anual al productivității muncii în industrie s-a ameliorat în trimestrul IV 2023 și în primele două luni din 2024 până la -1,5 la sută, respectiv -2,8 la sută (comparativ cu -3,4 la sută în trimestrul III), în contextul unei tendințe ascendente care s-a conturat în ultimele luni din partea comenzilor noi provenite din piața internă și al unei anumite redresări a utilizării capacităților de producție (însă de la minime istorice), Grafic 2.8. Imboldul oferit de piața internă a fost însă compensat, cel puțin parțial, de evoluțiile principalilor parteneri comerciali. Indicatorii de activitate și cei de încredere aferenți finalului de an și debutului anului 2024 vădesc trenarea activității industriale în cele mai mari economii europene. Operatorii invocă declinul aproape permanent al comenzilor noi în ultimul an, inflația încă ridicată din perspectivă istorică, persistența unor rate crescute ale dobânzii și, mai nou, o deteriorare a funcționării lanțurilor de valoare adăugată, în contextul mai larg al înrăutățirii condițiilor de tranzit al mărfurilor în Orientul Mijlociu (cu impact inclusiv asupra prețurilor unor materii prime). Valorile indicatorilor de încredere din sondajul PMI pentru luna martie semnaleză o ușoară temperare a declinului activității în zona euro, insuficientă însă

pentru a antrena revenirea sectorului manufacturier autohton.

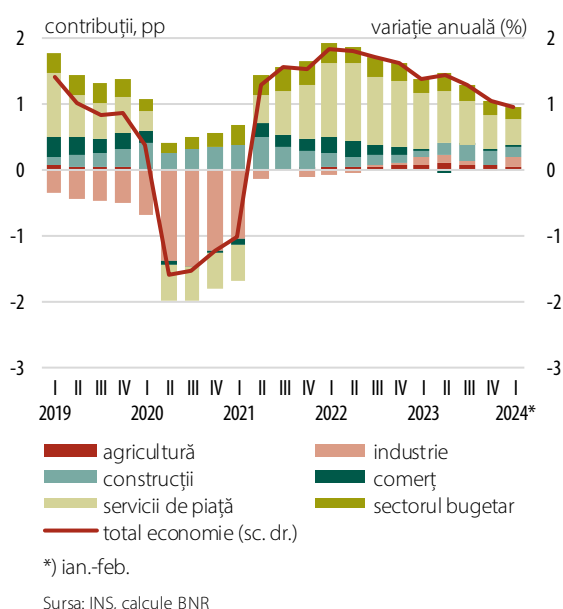
În planul investițiilor, există unele proiecte de anvergură care se află în derulare (de exemplu, în industria materialelor de construcții, IT & electronice, industria farmaceutică, cea alimentară), însă este de așteptat ca intrarea lor în funcțiune să

producă efecte sesizabile abia în a doua jumătate a anului. Recent, industria de apărare primește o atenție deosebită la nivel comunitar, fiindu-i alocate finanțări substanțiale pentru următorii ani, iar în România au fost deja anunțate proiecte de colaborare ale unor fabrici locale cu producători de profil din SUA și Germania. Și pentru industria auto există premisele unei perioade de expansiune: lunile ianuarie-februarie au marcat cel mai bun început de an din perspectiva producției de autovehicule, iar modelele noi lansate pe parcursul anului 2024, inclusiv hibride și electrice, își vor lăsa, cel mai probabil, amprenta asupra indicatorilor de productivitate.

### Evoluții pe piața muncii

În perioada recentă, pe piața muncii au persistat unele indicii de detensionare, respectiv diminuarea ratei locurilor de muncă vacante, încetinirea ritmului angajărilor, stabilizarea ratei șomajului. Cu toate acestea, deficitul de personal calificat pare să reprezinte o trăsătură constantă a pieței muncii din România, indiferent de poziția în cadrul ciclului economic, sub influența problemelor structurale: rata ridicată de emigrare din ultimele două decenii, îmbătrânirea populației, rata redusă de participare, neconcordanța dintre calificările candidaților și cerințele mediului de afaceri. În aceste condiții, oferta limitată de forță de muncă conduce la menținerea unor condiții relativ încordate pe piața muncii și orice detensionare va fi probabil graduală. Începutul anului 2024 a marcat o încetinire a dinamicii salariale din mediul privat, care a rămas, totuși, înaltă; la nivel agregat, decelerarea din sectorul privat a fost contrabalansată de majorările salariale acordate în sectorul bugetar.

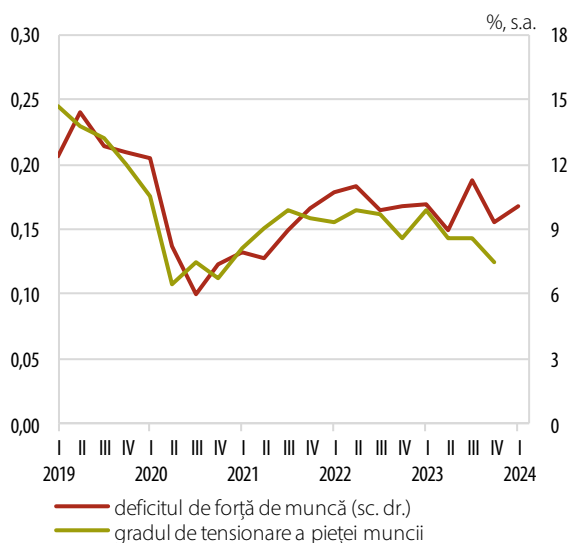
Grafic 2.9. Efectivul salariaților din economie



Dinamica anuală a efectivului de salariați din economie s-a temperat vizibil în trimestrul IV, până la 1 la sută (-0,3 puncte procentuale față de intervalul anterior), menținându-se la acest nivel și în primele două luni ale anului 2024 (Grafic 2.9). Tendința s-a regăsit îndeosebi în servicii, agricultură și, într-o măsură mai moderată, în construcții și comerț. Dincolo de efectele încetirii activității economice asupra demersurilor de recrutare, la temperarea ritmului angajărilor din IT, construcții și agricultură este posibil să fi contribuit și eliminarea facilităților fiscale în luna noiembrie, firmele de profil reclamând o majorare a costurilor cu forța de muncă și amânarea deciziilor de angajare din motive financiare. În contrast, industria alimentară a fost mai puțin afectată de eliminarea acestor facilități, traversând o perioadă de extindere a producției, care s-a reflectat într-o ușoară revigorare a angajărilor în intervalul ianuarie-februarie 2024. Această evoluție – alături de

atenuarea scăderii numărului de angajați în industria ușoară, cea a mobilei, dar și în sectoarele energointensive (cu o influență din partea stabilizării piețelor de energie) – a favorizat revenirea la valori pozitive a variației anuale a numărului de angajați pe ansamblul industriei, până la 0,6 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2024, de la -0,1 la sută în trimestrul IV 2023. În sectorul bugetar, dinamica numărului de salariați

Grafic 2.10. Gradul de tensionare a pieței muncii



Notă: Indicatorul privind tensionarea pieței muncii este calculat ca raport între rata locurilor de muncă vacante și rata șomajului BIM (date cu frecvență lunară).

Deficitul de forță de muncă se referă la procentul companiilor care percep că dificultatea de a găsi forță de muncă reprezintă un factor care le limitează activitatea economică.

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

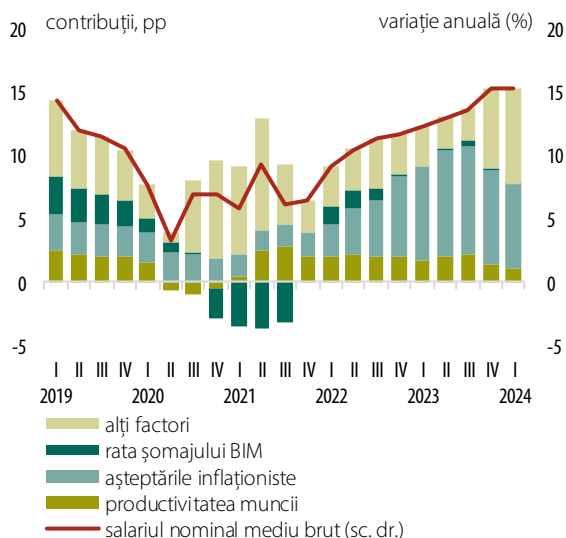
s-a temperat până la 0,9 la sută în primele două luni din 2024 (-0,3 puncte procentuale față de trimestrul IV 2023).

Rata locurilor de muncă vacante s-a diminuat până la 0,7 la sută în trimestrul IV, de la 0,8 la sută în trimestrele II-III. În același timp, rata șomajului BIM a rămas stabilă la 5,6 la sută în perioada octombrie-decembrie, nivel consemnat și în precedentele două trimestre; datele provizorii pentru ianuarie-februarie 2024 relevă însă o ușoară majorare, până la 5,7 la sută.

Rezultatele sondajului DG ECFIN privind ocuparea sugerează însă reluarea recrutărilor în prima parte a anului curent, indicatorul aferent plasându-se la 106 puncte în intervalul ianuarie-martie 2024 (+0,7 puncte față de trimestrul IV 2023). În același timp, procentul companiilor care reclamă problema lipsei de personal ca factor limitativ al activității s-a majorat în trimestrul I 2024 (Grafic 2.10). În structură, deficitul de forță de muncă reprezintă o constrângere majoră pentru firmele din construcții (chiar dacă problema pare că s-a mai atenuat în ultimele trimestre), în timp ce pentru operatorii din industrie principalul obstacol pentru producție este cererea, lipsa de personal aflându-se în plan secund; în servicii, ambii factori sunt percepuți ca fiind relevanți pentru limitarea activității, cu un ușor accent pe cerere.

Ritmul anual de creștere a salariului mediu brut pe economie s-a menținut pe un trend ascendent, urcând până la 16,7 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2024 (față de 16,4 la sută în trimestrul IV 2023, respectiv 14,1 la sută în trimestrul III). Traectoria a fost imprimată de majorările din educație și administrația publică, acestea împingând variația anuală a salariilor din sectorul bugetar până la 19,2 la sută în ianuarie-februarie 2024 (de la aproximativ 16 la sută în a doua jumătate a anului 2023). În schimb, în sectorul privat, chiar dacă dinamica salarială a rămas alertă, în perioada ianuarie-februarie 2024 s-a remarcat o temperare de 0,4 puncte procentuale față de trimestrul IV, până la 16 la sută. Evoluția începe să reflecte gradual contribuția în scădere a așteptărilor inflaționiste, precum și diminuarea susținerii din partea productivității muncii, în contextul încetinirii

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

activității economice în trimestrele anterioare. Dacă până de curând specificația Curbei Phillips de pe piața muncii (neajustată pentru influențe de natura măsurilor administrative) surprindea cu o acuratețe relativ ridicată dinamica salarială, în trimestrul IV 2023 și în prima parte a anului 2024 factorii fundamentali subestimează sensibil traiectoria veniturilor; o contribuție pozitivă în creștere au avut însă factori exogeni, asociați în principal deciziilor de a majora salariul minim pe economie și salariile din sectorul bugetar (Grafic 2.11).

Spre deosebire de accelerarea observată în dinamica salariului brut, ritmul de creștere a salariului mediu net pe economie a decelerat vizibil în primele două luni ale anului 2024, până la 14,2 la sută (-1,7 puncte procentuale față de trimestrul IV 2023). Temperarea este explicată exclusiv de evoluțiile din mediul privat, date fiind modificarea regimului de taxare a tichetelor de masă acordate angajaților (începând cu luna ianuarie 2024 aceste beneficii intră în baza de impozitare a CASS), precum și manifestarea unui efect de bază (disiparea influenței exercitate de creșterea salariului minim și de măsura neimpozitării sumei de 200 de lei pentru salariații încadrați la salariul minim în urmă cu un an).

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

În trimestrul IV 2023, contextul relativ favorabil pe piețele materiilor prime a contribuit la menținerea în teritoriul negativ a variațiilor anuale în cazul prețurilor de import și al celor de producție aferente bunurilor industriale și agricole de proveniență internă. Evoluțiile din perioada ianuarie-februarie sugerează consolidarea acestei tendințe, corecția cotațiilor energiei electrice și ale gazelor naturale compensând efectul tensionării pieței petrolului.

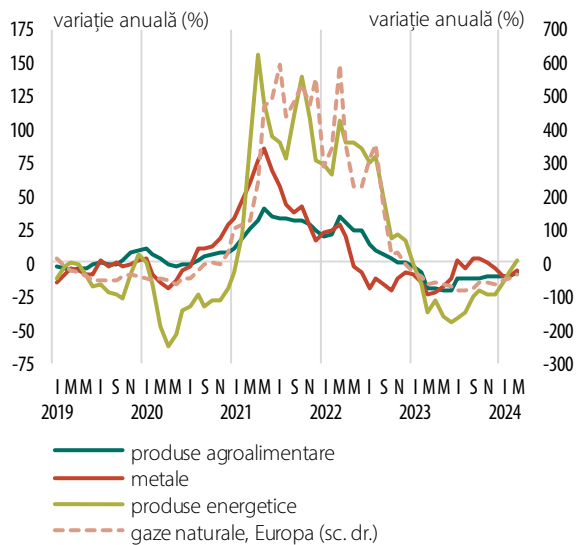
### 2.1. Prețurile de import

În contextul perspectivelor încă rezervate privind activitatea globală, cotațiile internaționale ale materiilor prime și-au păstrat dinamica anuală negativă în primul trimestru din 2024, Grafic 2.12; nivelul de -6,9 la sută este însă superior celui din trimestrul IV 2023 (-17,3 la sută), care oglindea traiectoria pronunțat descendentă a cotațiilor gazelor naturale pe piața europeană la începutul anului 2023<sup>18</sup>.

Prețurile bunurilor energetice au consemnat o scădere în termeni anuali de -7,7 la sută în primele trei luni ale anului 2024, cu un aport important din partea gazelor naturale. În acest caz, creșterea din perioada octombrie-noiembrie 2023, alimentată de turbulențe geopolitice, s-a dovedit temporară, cotațiile repoziționându-se pe o pantă descendentă, în condițiile unor stocuri ridicate și ale unei cereri moderate, asociate contextului meteo benign și fragilității activității industriale. În schimb, cotația Brent și-a reluat avansul în primul trimestru al anului 2024, ca urmare a intensificării tensiunilor geopolitice și a unor limitări de ofertă implementate de grupul OPEC+.

<sup>18</sup> Sursa: Banca Mondială.

Grafic 2.12. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

Cotațiile metalelor (inclusiv produse minerale) au evoluat relativ stabil, accentuarea contracției anuale (-10,4 la sută, față de -5,3 în trimestrul IV 2023) fiind rezultatul manifestării unui efect de bază. O excepție a reprezentat-o minereul de fier, care a revenit pe o pantă puternic descendentă, piața fiind caracterizată de un exces de ofertă și de perspective nefavorabile din partea cererii (în conexiune și cu semnalele de supraproducție venite din China).

În mod similar, și în cazul materiilor prime alimentare, variația anuală a indicelui FAO s-a menținut în teritoriul negativ în primul trimestru al anului 2024 (-9,7 la sută), cotații mult sub cele din perioada similară a anului anterior fiind consemnate în cazul cerealelor, mai ales grâu, în linie cu anticipațiile favorabile privind producția pe plan global și cu nivelul ridicat al competiției între exportatori. Dinamicile anuale ale cotațiilor la carne și lapte au persistat în teritoriul

negativ, în timp ce cotațiile la zahăr au crescut într-un ritm mai moderat comparativ cu ultimul trimestru al anului 2023, îmbunătățirea estimărilor privind recolta din India și exporturile mai mari din Brazilia contribuind în luna martie la corecții descendente.

În ultimul trimestru al anului 2023, prețurile de import au continuat să influențeze favorabil dinamica prețurilor interne, în condițiile menținerii indicelui valorii unitare a importurilor la un nivel subunitar, deși în ușoară creștere comparativ cu perioada anterioară (98,3 la sută, față de 96 la sută în trimestrul III 2023); în același timp, moneda națională a continuat să se aprecieze în termeni anuali față de dolarul SUA, dar în ritm mai lent.

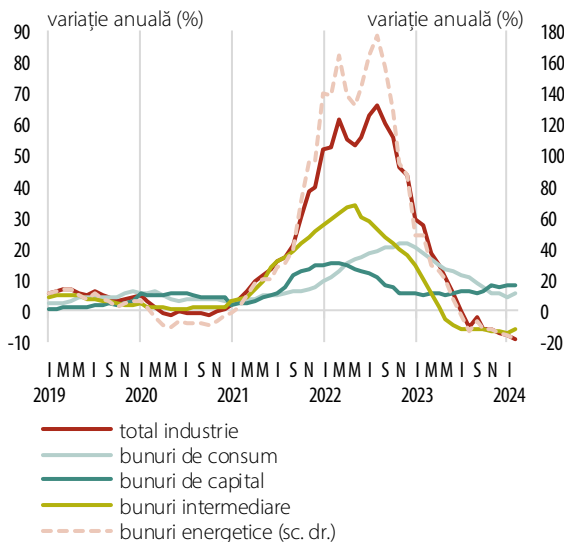
Încetinirea cu 2,3 puncte procentuale a declinului anual al prețurilor importurilor comparativ cu trimestrul III a fost indusă, în principal, de segmentul produselor minerale, deși contribuții în același sens au revenit și altor grupe precum metale comune sau produse ale industriei chimice; totuși, pentru toate aceste categorii, indicii valorii unitare au rămas pronunțat subunitari.

Din perspectiva prețurilor unor bunuri importate cu pondere relativ importantă în coșul de consum, se remarcă evoluții favorabile în cazul unor mărfuri alimentare precum carnea, fructele sau zahărul, care și-au diminuat dinamica anuală, în corelație cu trendul descendent al prețurilor externe ale materiilor prime agricole, o evoluție similară consemnând și unele bunuri nealimentare (îmbrăcăminte, produse farmaceutice).

## 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În intervalul ianuarie-februarie 2024, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă și-a continuat parcursul descendent, până la -8,5 la sută (-2,3 puncte procentuale comparativ cu trimestrul IV 2023), Grafic 2.13. Diminuarea

Grafic 2.13. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS, Eurostat

ritmului anual în cazul majorității grupelor de bunuri poate fi corelată cu detensionarea piețelor gazelor naturale și energiei electrice, dar și a piețelor materiilor prime non-energetice. Tendințele se vor regăsi și în perioada următoare, în condițiile în care rezultatele sondajul DG ECFIN din luna martie indică o nouă diminuare a soldului conjunctural vizând evoluția viitoare a prețurilor de producție.

În structură, cea mai vizibilă atenuare de ritm în perioada ianuarie-februarie 2024 au înregistrat prețurile de producție ale bunurilor energetice (-4,4 puncte procentuale, până la -17,6 la sută), exclusiv pe seama ramurii de producție și furnizare de energie electrică, termică și gaze (-20,2 la sută). Cotațiile spot pe piețele interne *en gros* ale gazelor și energiei electrice au înregistrat diminuări consistente față de perioada similară a anului anterior, în linie cu tendințele externe. Pe plan intern, raportul

cerere/ofertă este favorabil. Pe de o parte, consumul din economie rămâne scăzut, inclusiv pe fondul redresării incomplete a industriilor energofage, iar pe de altă parte, oferta a beneficiat de producția mai însemnată de energie din surse hidro (debitul Dunării s-a situat peste media multianuală în lunile ianuarie-februarie) și de nivelul confortabil al depozitelor de gaze naturale. În plus, se resimte efectul dezvoltării altor segmente de energie regenerabilă, respectiv cea eoliană și solară (unde au intrat recent sau urmează să intre în funcțiune în viitorul apropiat noi capacități de producție, inclusiv prin creșterea rapidă a numărului de prosumatori). O influență marginală în sens contrar asupra prețurilor a avut-o majorarea tarifelor de distribuție și de transport pentru energia electrică, precum și a contribuției pentru cogenerare, începând cu 1 ianuarie 2024.

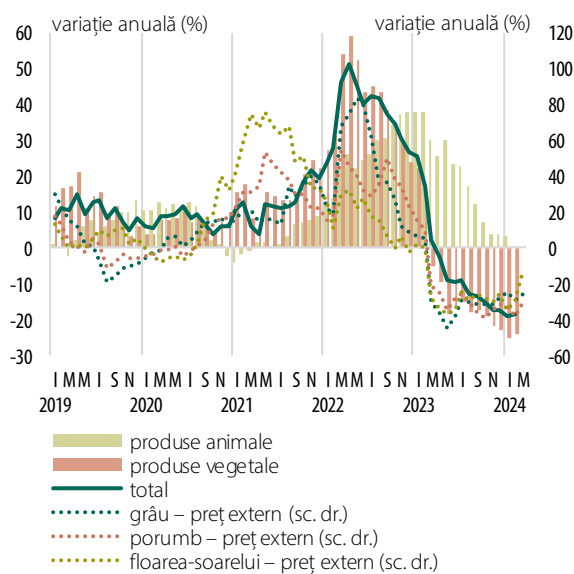
În același timp, ramura de prelucrare a țițeiului a consemnat o creștere pronunțată a variației anuale a prețurilor (+19,4 puncte procentuale, până la 1,1 la sută), situația tensionată din Orientul Mijlociu și menținerea acordului de reducere voluntară a producției OPEC+ plasând cotațiile țițeiului pe o traiectorie ascendentă.

Dinamici anuale negative au continuat să înregistreze bunurile intermediare: -6,5 la sută (valoare similară celei din trimestrul IV 2023), cu un aport consistent din partea industriei materialelor de construcții și a celei chimice, costurile reduse cu energia conducând, în cel de-al doilea caz, la majorarea ofertei interne, prin reluarea graduală a activității unui important producător de îngrășăminte.

O temperare de ritm a consemnat rata anuală a prețurilor bunurilor de consum (-1,1 puncte procentuale, până la 5,1 la sută), evoluția încorporând însă efecte de bază favorabile, mai ales pe segmentul bunurilor de folosință îndelungată (majorări ale prețurilor produselor electrocasnice în perioada similară a anului 2023, pe fondul prelungirii crizei semiconductorilor). În industria alimentară, presiunile din partea costurilor cu materiile prime agricole au rămas limitate, prețurile de producție fiind relativ stabile în perioada curentă; creșterea ușoară a ratei anuale (până la 0,8 la sută) s-a datorat și în acest caz unui efect de bază, însă de sens contrar (declin amplu al cotațiilor cerealelor și oleaginoaselor în urmă cu un an, acordul privind coridorul de transport al cerealelor pe Marea Neagră asigurând fluiditatea exporturilor ucrainene).

În cazul bunurilor de capital, dinamica anuală a prețurilor de producție a crescut ușor (cu 1 punct procentual, până la 8 la sută), cu o contribuție din partea segmentului mașini, utilaje și echipamente, o posibilă cauză a accelerării de ritm fiind reprezentată de evoluția favorabilă a cererii interne, investițiile de profil consemnând un parcurs robust în 2023.

Grafic 2.14. Prețurile producției agricole



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

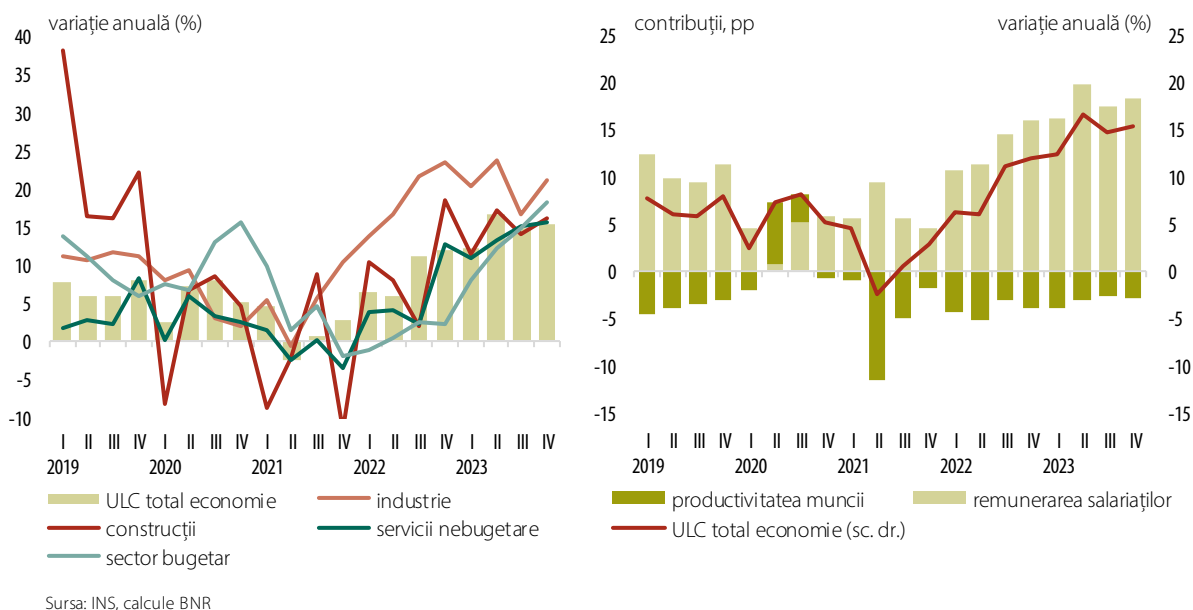
În perioada ianuarie-februarie 2024, prețurile producției agricole au continuat să înregistreze ritmuri anuale negative, ușor mai accentuate comparativ cu perioada anterioară (-18,9 la sută, față de -16,6 la sută în trimestrul IV 2023), Grafic 2.14. Similar intervalului precedent, contribuția importantă a venit componentei vegetale (-24,7 la sută), ca urmare a reducerilor pronunțate de prețuri în cazul cerealelor și în cel al plantelor tehnice (până la -36 la sută), inclusiv pe fondul manifestării unor efecte de bază. În cazul legumelor, ritmurile anuale de creștere au consemnat o intensificare mai ales la ceapă, posibil în contextul lipsei spațiilor de depozitare, precum și al unui deficit de ofertă pe piața externă. Totodată, costurile de producție mai reduse (furaje, utilități) au favorizat diminuarea variației anuale a prețurilor produselor animale (-3,2 puncte procentuale, până la 1,7 la sută).

### Costurile unitare cu forța de muncă

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a înregistrat o nouă accelerare în trimestrul IV, până la 15,4 la sută (față de 14,7 la sută în intervalul anterior), la această evoluție contribuind toate sectoarele economice (industrie, construcții, servicii de piață). Avansul mai alert al remunerării pe salariat (18,5 la sută, +0,9 puncte procentuale față de trimestrul III 2023) a fost însoțit de o cvasistagnare a ritmului de creștere a productivității muncii (2,7 la sută), persistența decalajului considerabil dintre cei doi indicatori întreținând presiunile inflaționiste pe această filieră (Grafic 2.15).



Grafic 2.15. Costurile unitare cu forța de muncă



În industrie, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare s-a intensificat până la 18,1 la sută în trimestrul IV 2023, revenind la 17 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2024. Activitatea industrială autohtonă se confruntă în continuare cu dificultăți, în absența tracțiunii din partea cererii externe, în timp ce dinamica salarială rămâne consistentă, în pofida ușoarei ajustări descendente din ianuarie-februarie 2024. Majoritatea ramurilor industriale au consemnat o atenuare a ritmului costurilor salariale unitare la începutul anului 2024, însă au existat și excepții. Variații în accelerare ale costurilor salariale unitare (până la valori de peste 20 la sută) s-au consemnat în unele sectoare orientate spre export, precum industria auto, fabricarea produselor electronice și mașini și echipamente; intensificări de ritm au avut loc și în sectorul băuturilor și cel al tutunului, și, într-o măsură mai mică, în industria chimică – în acest ultim caz, producția s-a redresat în perioada recentă, însă concomitent au avut loc și creșteri salariale, posibil asociate reluării activității unei părți a angajaților plasați în șomaj tehnic până de curând.



### 3. Politica monetară și evoluții financiare

#### 1. Politica monetară

În lunile februarie și aprilie 2024, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută și ratele dobânzilor aferente facilității de creditare și celei de depozit la 8,00 la sută, respectiv la 6,00 la sută (Grafic 3.1). Totodată, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare (de 8 la sută, respectiv 5 la sută). Măsurile au 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.

Deciziile Consiliului de administrație al BNR din luna februarie au fost adoptate în condițiile în care rata anuală a inflației a continuat să se reducă în decembrie 2023 și pe ansamblul trimestrului IV 2023, rămânând însă considerabil deasupra intervalului

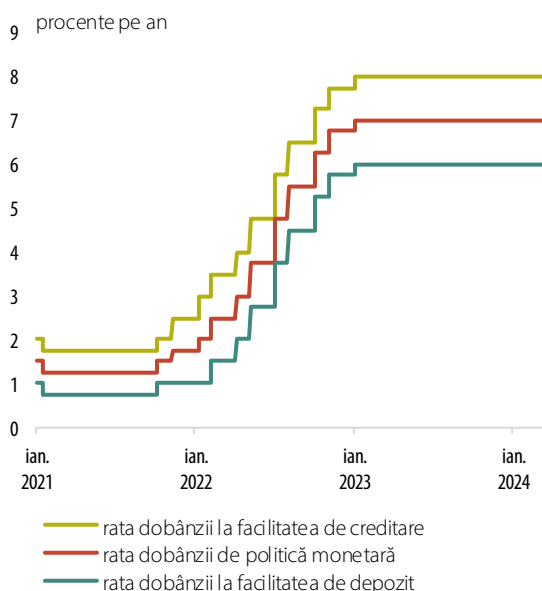
țintei, iar noile evaluări au reconfirmat perspectiva creșterii ei în debutul anului 2024 și a reluării scăderii acesteia într-un ritm încetinit comparativ cu 2023, dar și cu proiecția precedentă.

Astfel, rata anuală a inflației a coborât în decembrie 2023 la 6,61 la sută, sub nivelul prognozat, de la 8,83 la sută în luna septembrie, accelerându-și peste așteptări descreșterea în trimestrul IV, în condițiile în care dinamicile prețurilor alimentelor și ale energiei au continuat să se reducă relativ alert, iar plusul de ritm înregistrat de prețul combustibililor, pe seama unui efect de bază, a fost compensat integral ca impact de decelerarea creșterii prețurilor administrate și a prețului produselor din tutun.

La rândul ei, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat trendul descendent mai mult decât s-a anticipat, coborând la 8,4 la sută în decembrie 2023,

de la 11,3 la sută în septembrie, pe fondul efectelor de bază dezinflaționiste mai extinse, al descreșterii cotațiilor mărfurilor agroalimentare și al măsurii de plafonare

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



a adaosului comercial la produse alimentare de bază<sup>19</sup>, dar și în contextul temperării cererii de consum și al scăderii dinamicii prețurilor importurilor. Acțiunea acestor factori a fost doar în mică măsură atenuată de transferarea în prețurile unor servicii a creșterilor de costuri antrenate de majorarea în trimestrul IV 2023 a salariului minim brut, precum și de înrăutățirea temporară a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt<sup>20</sup>.

În același timp, noua prognoză pe termen mediu a reconfirmat perspectiva creșterii ratei anuale a inflației la începutul anului curent și a reluării scăderii acesteia, într-un ritm încetinit comparativ cu 2023, dar și cu proiecția precedentă. Astfel, după ce urca probabil în ianuarie la un nivel inferior celui previzionat anterior, rata anuală a inflației era anticipată să descrească mai lent ulterior<sup>21</sup> și să coboare la limita de sus a intervalului țintei abia la finele anului viitor – vizibil mai târziu decât în prognoza din noiembrie 2023, care anticipa scăderea acesteia la 3,3 la sută în luna septembrie 2025.

Creșterea temporară din luna ianuarie 2024 avea ca principal determinant impactul exercitat de majorarea și introducerea unor taxe și impozite indirecte în scopul continuării consolidării bugetare, resimțit prioritar pe segmentele combustibili și produse din tutun și într-o mai mică măsură la nivelul inflației de bază. Acțiunea de ansamblu a factorilor pe partea ofertei urma să redevină însă dezinflaționistă ulterior, dar aproape exclusiv pe termen scurt și cu o intensitate în diminuare progresivă, pe fondul influențelor în atenuare așteptate să decurgă din efecte de bază și din corecții descendente ale cotațiilor mărfurilor. De asemenea, balanța riscurilor la adresa perspectivei inflației induse de acești factori rămânea înclinată în sens ascendent, atât pe termen scurt, cât și pe orizontul mai îndepărtat de timp, având în vedere potențialele efecte directe/indirecte ale măsurilor de susținere a consolidării bugetare, precum și incertitudinile asociate plafonării adaosului comercial la alimente de bază și a prețurilor la energie electrică și gaze naturale.

Totodată, presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali erau anticipate să persiste pe întregul orizont de prognoză și să se atenueze mult mai gradual decât s-a previzionat anterior, dată fiind perspectiva restrângerii foarte lente a excedentului de cerere agregată și a menținerii acestuia la o valoare semnificativă la sfârșitul anului 2025<sup>22</sup>, față de proiecția precedentă care indica intrarea *gap*-ului PIB în teritoriul negativ încă din trimestrul IV 2024. De asemenea, creșterea costului unitar cu forța de muncă din sectorul privat era așteptată să se tempereze doar ușor în anul curent, rămânând relativ mai alertă.

<sup>19</sup> În condițiile prelungirii până la 31 ianuarie 2024 a măsurii de plafonare temporară a adaosului comercial la produse alimentare de bază și ale extinderii sferei ei de cuprindere.

<sup>20</sup> În aceste condiții, influențe dezinflaționiste considerabile, deși în atenuare, au continuat să vină de pe segmentul alimentelor procesate, iar dinamica subcomponentei bunurilor nealimentare și cea a serviciilor au consemnat scăderi în trimestrul IV 2023, după ascensiuni aproape continue de mai bine de doi ani.

<sup>21</sup> Rata anuală a inflației era așteptată să scadă în decembrie 2024 la 4,7 la sută, doar marginal sub valoarea din prognoza precedentă.

<sup>22</sup> Având ca premise și fundamente perspectiva accelerării mai pronunțate a creșterii economice în 2024 și 2025 față de previziunile precedente, în contextul temperării inflației și al redresării cererii externe, precum și pe fondul conduitei politicii fiscale în condițiile noii legi a pensiilor și al utilizării mai extinse a fondurilor europene aferente instrumentului „Next Generation EU”.

În același timp, incertitudini și riscuri crescute decurgeau din conduita viitoare a politicii fiscale și de venituri, având ca surse pe termen scurt dinamica salariilor din sectorul public și impactul integral al noii legi a pensiilor, dar în perspectivă mai îndepărtată măsurile fiscale și bugetare potențial implementate în vederea 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 semnificative la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau să genereze însă și războiul din Ucraina și conflictul din Orientul Mijlociu, alături de evoluțiile economice din Europa, precum și absorbția fondurilor europene, îndeosebi a celor aferente programului „Next Generation EU”.

Conform datelor statistice publicate ulterior, rata anuală a inflației s-a mărit în ianuarie 2024 la 7,41 la sută, așa cum s-a anticipat, iar în februarie a scăzut la 7,23 la sută. Avansul față de finele anului precedent s-a datorat în principal creșterii ample a dinamicii anuale a prețului energiei electrice sub impactul unui efect de bază, precum și scumpirii combustibililor și produselor din tutun pe fondul majorării accizelor și al măririi cotației țigeteiului.

În același timp, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să se reducă în intervalul ianuarie-februarie 2024, dar mai lent față de precedentele două trimestre, coborând la 7,6 la sută în februarie, în condițiile încetinirii/cvasistopării descreșterii dinamicii pe segmentul alimentelor procesate și pe cel al serviciilor. Astfel, decelerarea inflației de bază a continuat să reflecte în acest interval influențele dezinflaționiste, în atenuare totuși, venite din efecte de bază, din corecții descendente ale cotațiilor mărfurilor agroalimentare și din măsura de plafonare temporară a adaosului comercial la produse alimentare de bază, cărora li s-a alăturat impactul descreșterii dinamicii prețurilor importurilor. În sens contrar 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 revigorării consumului privat.

Activitatea economică a slăbit în intensitate mult peste așteptări în trimestrul IV 2023, contractându-se cu 0,5 la sută față de precedentele trei luni, după o creștere cu 1,0 la sută în trimestrul III, evoluție ce făcea probabilă o restrângere mai pronunțată a excedentului de cerere agregată în acest interval decât cea anticipată în februarie 2024. În schimb, dinamica anuală a PIB s-a mărit la 3,0 la sută în trimestrul IV 2023<sup>23</sup>, iar aportul consumului gospodăriilor populației la creșterea în termeni anuali a economiei s-a majorat sensibil față de trimestrul anterior, rămânând totuși inferior contribuției principale avute în continuare de formarea brută de capital fix. Evoluția exportului net a redevenit însă puternic contracționistă în ultimul trimestru al anului trecut, în condițiile în care variația anuală a importurilor de bunuri și servicii s-a reamplificat, reintrând în teritoriul pozitiv și devansând-o astfel pe cea a exporturilor.

<sup>23</sup> De la 1,9 la sută în trimestrul III 2023.

Pe acest fond, deficitul balanței comerciale și cel de cont curent au înregistrat o creștere în termeni anuali în trimestrul IV 2023 – după trei trimestre de comprimare –, ce a fost accentuată în cazul celui din urmă de înrăutățirea considerabilă a soldului balanței veniturilor primare, pe seama evoluției profiturilor reinvestite și a dividendelor distribuite.

Pe piața muncii, noile date și sondaje erau de natură să certifice atenuarea tensiunilor de pe piață în ultimul trimestru din 2023 – dată fiind inclusiv scăderea considerabilă consemnată de rata locurilor de muncă vacante –, relevând însă evoluții eterogene ale parametrilor specifici în trimestrul I 2024 și posibil în perspectivă apropiată. Astfel, rata șomajului BIM s-a mărit ușor în debutul anului curent<sup>24</sup>, în timp ce efectivul salariaților din economie și-a reluat creșterea lunară în decembrie 2023 și s-a majorat într-un ritm similar în luna ianuarie 2024. Totodată, intențiile de angajare pe orizontul foarte scurt de timp au cunoscut un reviriment în februarie-martie 2024, iar deficitul de forță de muncă raportat de companii s-a majorat pe ansamblul trimestrului I 2024 pe seama evoluțiilor din servicii și construcții. În același timp, dinamica anuală de două cifre a salariului mediu brut nominal și-a reaccentuat ascensiunea în trimestrul IV 2023 – în principal sub impactul majorării salariului minim brut pe economie –, iar cea a costului salarial unitar s-a reamplificat în același interval, atât pe ansamblul economiei, cât și în industrie, unde s-a mărit și în ianuarie 2024.

Pe piața financiară, principalele cotații ale segmentului monetar interbancar au rămas relativ stabile în februarie și în prima parte a lunii martie, dar au înregistrat apoi noi mici scăderi, în timp ce randamentele pe termen lung ale titlurilor de stat s-au menținut pe o traiectorie pronunțat ascendentă, dar puternic fluctuantă – similar evoluțiilor din economiile avansate și din regiune –, în contextul revizuirii și al consolidării ulterioare a expectațiilor investitorilor privind momentul inițierii și amplitudinea reducerilor ratei dobânzii de către Fed, cu impact și asupra apetitului global pentru risc.

În această conjunctură, cursul de schimb leu/euro s-a menținut în februarie pe palierul mai înalt atins la mijlocul lunii ianuarie, dar a cunoscut apoi o ușoară corecție descendentă, revenind și stabilizându-se în martie în preajma valorilor prevalente în trimestrul IV 2023; totodată, în raport cu dolarul SUA, leul a continuat să se deprecieze până la jumătatea trimestrului I 2024, însă a recuperat ulterior o parte din pierderea de valoare, inclusiv pe fondul evoluției ratei de schimb euro/dolar SUA pe piețele financiare internaționale.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a reluat scăderea în debutul anului curent, coborând până la 4,9 la sută în februarie, de la 6,4 la sută în decembrie 2023, pe seama evoluțiilor de pe segmentul societăților nefinanciare, în timp ce ritmul împrumuturilor populației a continuat să se mărească, de la un nivel totuși foarte scăzut. În aceste condiții, ponderea componentei în lei în creditul acordat sectorului privat a crescut până la 68,7 la sută în februarie 2024<sup>25</sup>.

<sup>24</sup> După trei trimestre de relativă stagnare la un nivel mediu de 5,6 la sută.

<sup>25</sup> De la 68,4 la sută în decembrie 2023.

Evaluările actualizate în acest context au arătat că rata anuală a inflației va continua să scadă în următoarele luni într-un ritm încetinit față de anul 2023 și pe o traiectorie ușor mai ridicată decât cea anticipată în prognoza pe termen mediu din februarie 2024.

Descrescerea urma să fie antrenată în continuare într-o proporție însemnată de factorii pe partea ofertei, a căror acțiune dezinflaționistă era așteptată să slăbească însă progresiv, pe fondul influențelor în atenuare decurgând din efecte de bază și din corecții descendente ale cotațiilor mărfurilor, îndeosebi ale materiilor prime agroalimentare. Acțiunea dezinflaționistă se anticipa a fi temperată în perspectivă apropiată de accentuarea ascensiunii dinamicii prețului combustibililor, inclusiv în raport cu proiecția precedentă, ca urmare a creșterii peste așteptări a cotației petrolului în ultimele luni.

De asemenea, balanța riscurilor la adresa perspectivei inflației induse de factorii pe partea ofertei continua să fie înclinată în sens ascendent, date fiind măsurile fiscale aplicate recent, dar posibil și în perspectivă, în vederea susținerii procesului de consolidare bugetară, precum și măsura de plafonare a adaosului comercial la produse alimentare de bază ce a fost prelungită până la finele anului curent, dar și potențiala evoluție viitoare a cotației țițeiului, inclusiv în contextul tensiunilor geopolitice.

În același timp, din partea factorilor fundamentali erau de așteptat presiuni inflaționiste doar ceva mai modeste față de prognoza precedentă și în intensificare ușoară în perspectivă apropiată, în condițiile în care noile evaluări indicau creșteri trimestriale mai solide ale activității economice în prima parte a anului curent decât cele previzionate anterior, implicând o mărire ușoară a excedentului de cerere agregată în acest interval, după restrângerea peste așteptări din trimestrul IV 2023<sup>26</sup>. Totodată, se anticipa o dinamică mai ridicată a costurilor salariale unitare în perspectivă apropiată comparativ cu previziunile anterioare<sup>27</sup>.

În plus, rezultatul execuției bugetare din primele două luni ale anului, precum și dinamica salariilor din sectorul public și implicațiile noii legi a pensiilor amplificau pe termen scurt incertitudinile și riscurile decurgând din conduita viitoare a politicii fiscale și de venituri.

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 conflictul din Orientul Mijlociu, precum și evoluțiile economice din Europa, îndeosebi din Germania.

În ansamblul său, contextul a justificat menținerea neschimbată a ratei dobânzii de politică monetară, în vederea readucerii durabile a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, inclusiv prin ancorarea

<sup>26</sup> Dinamica anuală a PIB era însă așteptată să scadă față de nivelul atins în trimestrul IV 2023.

<sup>27</sup> În același timp se anticipau și efecte dezinflaționiste apreciabile din partea descrescării dinamicii prețurilor importurilor și a ajustării descendente graduale a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt.

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

În aceste condiții, în ședința din 4 aprilie 2024, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută; totodată, a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare la 8,00 la sută și a ratei dobânzii aferente facilității de depozit la 6,00 la sută. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

În trimestrul I 2024, randamentul mediu zilnic al tranzacțiilor interbancare<sup>28</sup> a continuat să fluctueze ușor, iar cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare au consemnat noi mici scăderi în luna ianuarie și spre finele lunii martie. Cursul de schimb leu/euro a urcat în debutul trimestrului și s-a menținut timp de câteva săptămâni pe un palier mai înalt, dar a cunoscut apoi o ușoară corecție descendentă, revenind și stabilizându-se în preajma nivelurilor prevalente în trimestrul IV 2023. Dinamica anuală a lichidității din economie și-a cvasistopat ascensiunea în intervalul ianuarie-februarie 2024, iar cea a creditului acordat sectorului privat și-a reluat scăderea.

### 2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare a avut un parcurs relativ fluctuant și în trimestrul I 2024, coborând mai pronunțat sub limita inferioară a coridorului ratelor dobânzilor în prima parte a intervalului. Media lui trimestrială<sup>29</sup> a continuat astfel să se reducă ușor, până la 5,89 la sută (-0,07 puncte procentuale față de trimestrul precedent).

Evoluția a reflectat comportamentul ratelor dobânzilor pe scadențele mai scurte, de până la o săptămână, în contextul excedentului de lichiditate deosebit de amplu de pe piața monetară<sup>30</sup>, drenat pe mai departe de către banca centrală prin intermediul facilității de depozit<sup>31</sup>.

Cotațiile ROBOR 3M-12M au consemnat, la rândul lor, noi mici scăderi în luna ianuarie și spre finele trimestrului I – probabil inclusiv pe fondul așteptărilor instituțiilor de credit privind perspectiva ratelor dobânzilor reprezentative ale BNR –, rămânând însă în februarie și în cea mai mare parte a lunii martie relativ constante. Mediile trimestriale

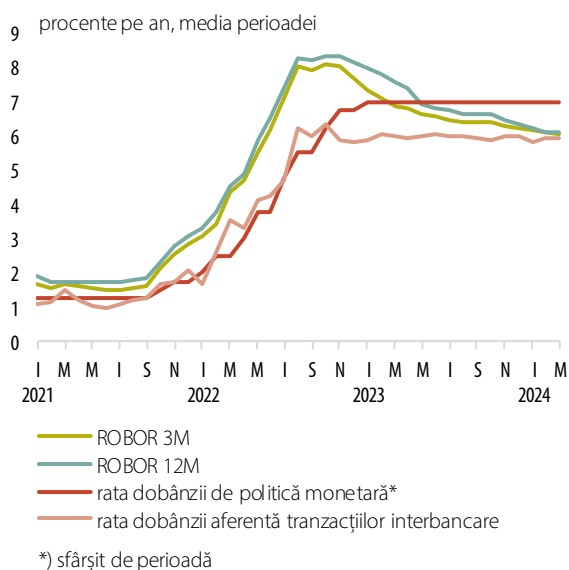
<sup>28</sup> Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară, ponderată cu volumul tranzacțiilor.

<sup>29</sup> Ponderată cu volumul tranzacțiilor.

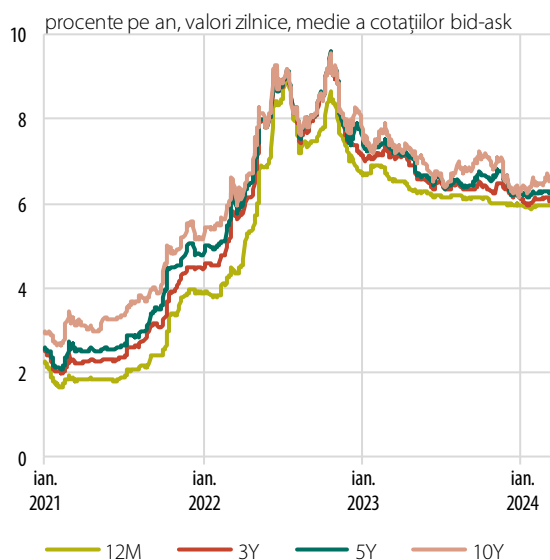
<sup>30</sup> Acesta și-a accentuat creșterea în ianuarie, sub impactul sporirii injecțiilor de lichiditate ale Trezoreriei, iar ulterior s-a redus semnificativ, rămânând însă la valori ridicate.

<sup>31</sup> Stocul mediu zilnic al acestor plasamente s-a majorat pe ansamblul intervalului ianuarie-martie 2024 la 50,9 miliarde lei, de la 40,5 miliarde lei în trimestrul precedent.

**Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR**



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



marginal pe cel de 6-12 luni (la 5,94 la sută în cazul ambelor maturități). Pe acest fond, curba randamentelor și-a reaccentuat înclinația pozitivă.

ale cotațiilor și-au accentuat totuși ușor descreșterea față de trimestrul precedent, ajungând la 6,11 la sută în cazul scadenței de 3 luni (-0,21 puncte procentuale), respectiv la 6,14 la sută și 6,15 la sută pe termenele de 6 luni și 12 luni (-0,24 puncte procentuale, respectiv -0,33 puncte procentuale)<sup>32</sup> (Grafic 3.2).

Pe piața titlurilor de stat, dominantă ca influență a continuat însă să fie, îndeosebi pe segmentul lung al maturităților, evoluția randamentelor titlurilor de stat din economiile avansate, cotațiile de referință ale pieței secundare<sup>33</sup> având în acest interval comportamente diferite din perspectiva principalelor scadențe (Grafic 3.3).

Astfel, cotațiile pe 10 ani s-au reînscris în ianuarie și s-au menținut în următoarele două luni pe o traiectorie pronunțat ascendentă, însă puternic fluctuantă – similar evoluțiilor din SUA, zona euro și din regiune –, în contextul revizuirii și al consolidării ulterioare a expectațiilor investitorilor privind momentul inițierii și amplitudinea reducerilor ratei dobânzii de către Fed<sup>34</sup>. Cotațiile pe termen mediu (5 ani) au consemnat la rândul lor oscilații în prima parte a trimestrului, însă modeste, și au crescut apoi gradual, stabilizându-se spre finele intervalului ușor peste valorile atinse la sfârșitul anului trecut. În schimb, cele pe termen mai scurt (3 ani, respectiv 6-12 luni) au continuat să scadă gradual până în prima parte a lunii februarie, iar după o mică creștere înregistrată ulterior, au rămas la valori inferioare celor de la finele trimestrului IV 2023. Ca urmare, mediile lunare ale cotațiilor s-au reamplificat ușor în martie în raport cu ultima lună a trimestrului precedent în cazul maturității de 10 ani (+0,08 puncte procentuale, până la 6,54 la sută), dar au continuat să se reducă în cazul celorlalte scadențe – mai evident pe segmentul 3-5 ani (până la 6,11 la sută, respectiv 6,27 la sută) și

<sup>32</sup> Valori minime ale ultimelor șapte trimestre.

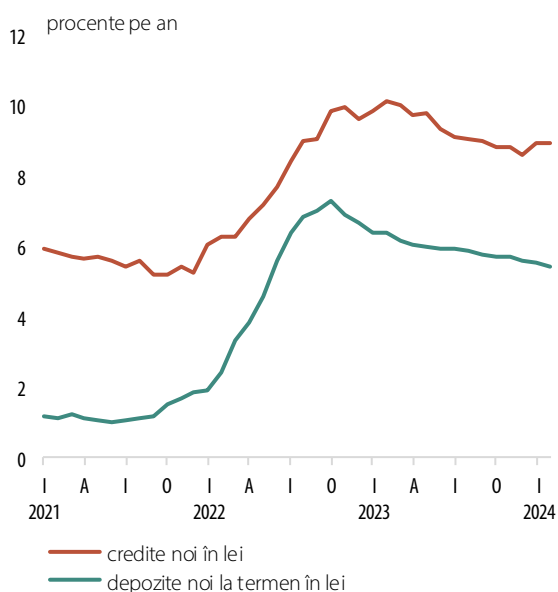
<sup>33</sup> Medii ale cotațiilor *bid-ask*.

<sup>34</sup> Pe fondul dinamicii peste așteptări a activității economice și a inflației din SUA relevate de noile date, dar și al semnalelor de prudență transmise de Fed.

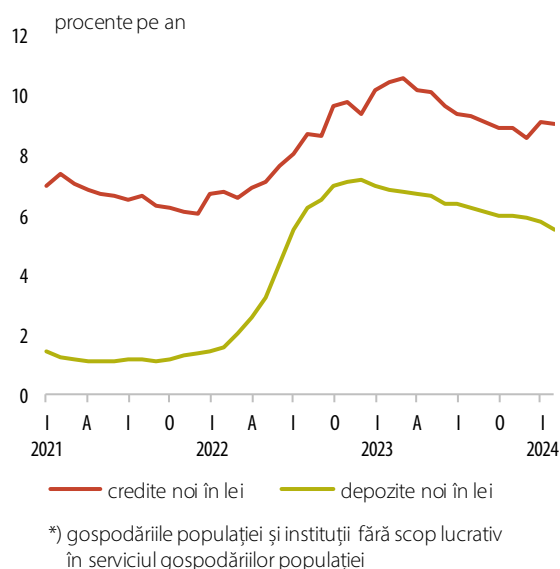
O evoluție relativ similară a caracterizat randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor pe piața primară<sup>35</sup>, în condițiile în care acestea s-au majorat ușor în luna martie față de ultima lună a trimestrului anterior pe segmentul 7-10 ani (la 6,58 la sută, respectiv la 6,54 la sută), dar s-au redus vizibil pe scadențele de 3 ani și 5 ani (la 6,13 la sută, respectiv la 6,37 la sută) și au rămas aproape neschimbate în cazul maturității de 6 luni (la 6,02 la sută). Cererea pentru asemenea plasamente a rămas solidă pe parcursul trimestrului, chiar și în contextul *sell-off*-ului temporar ce a afectat și piața locală în luna ianuarie<sup>36</sup>. Pe ansamblul perioadei, volumul total al titlurilor puse în circulație s-a majorat cu 7,0 miliarde lei față de precedentele trei luni, la 28,5 miliarde lei, iar valoarea emisiunilor nete s-a mărit cu 15,7 miliarde lei, la 26,1 miliarde lei, în condițiile scăderii ample a volumului titlurilor de stat ajunse la scadență.

Rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebancari s-a majorat în ianuarie-februarie 2024 după trei trimestre de descreștere (+0,19 puncte procentuale față de precedentele trei luni, până la o medie de 8,97 la sută), dar în principal ca efect al modificării structurii fluxului de împrumuturi, iar cea aferentă depozitelor noi la termen și-a prelungit mișcarea lent descendentă (-0,19 puncte procentuale, până la 5,52 la sută) (Grafic 3.4).

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Grafic 3.5. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației\*



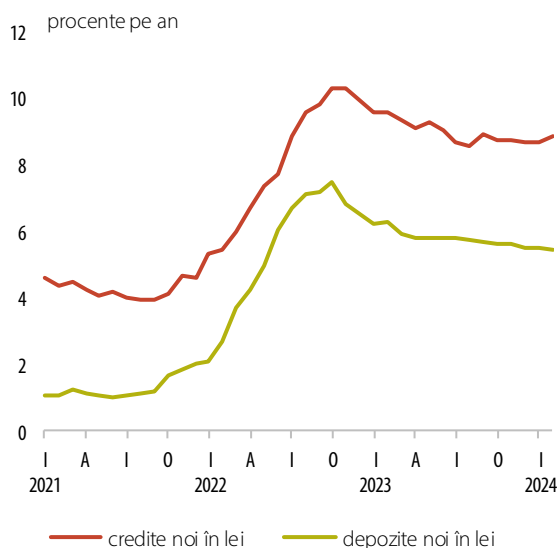
<sup>35</sup> În trimestrul I, MF a emis lunar titluri de stat prin programul „Tezaur” cu maturități de 1 an și 3 ani la randamente de: (i) 6,10 la sută, respectiv 7,10 la sută, în ianuarie, (ii) 6,10 la sută, respectiv 7,00 la sută, în februarie, și (iii) 6,00 la sută, respectiv 6,75 la sută, în martie. De asemenea, în februarie 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 6,75 la sută, în valoare totală de circa 850 milioane 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 circa 190 milioane euro. În plus, MF a emis în luna ianuarie pe piața externă euroobligațiuni denumite în dolari, cu maturități de 5 ani și 10 ani, la randamente de 6,00 la sută, respectiv 6,50 la sută, în valoare totală de 4,0 miliarde dolari, iar în luna februarie euroobligațiuni verzi, cu maturitate de 12 ani, la randament 5,73 la sută, în valoare de 2,0 miliarde euro și euroobligațiuni pe 7 ani, la randament de 5,4 la sută, în valoare de 2,0 miliarde euro, ambele emisiuni fiind denumite în euro.

<sup>36</sup> Pe ansamblul trimestrului I, atât raportul între volumul solicitat de către dealerii primari și cel anunțat în cadrul licitațiilor, cât și proporția dintre volumul acceptat și cel anunțat de către MF au crescut față de precedentele trei luni (la 2,26, de la 2,02, respectiv la 1,50, de la 1,28).



Din perspectivă sectorială, ratele medii ale dobânzilor au consemnat variații mixte în cazul creditelor noi, dar omogene ca sens în cel al depozitelor noi la termen. Astfel, după ce a scăzut timp de trei trimestre, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației s-a mărit pe ansamblul intervalului ianuarie-februarie (+0,25 puncte procentuale față de trimestrul anterior, la o medie de 9,07 la sută), însă în principal datorită majorării ponderii în total a împrumuturilor noi pentru consum, inclusiv în contextul intensificării operațiunilor de renegociere și în cazul acestei categorii (Grafic 3.5). Costul lor mediu cu dobânda s-a reamplificat doar ușor (+0,06 puncte procentuale, la 11,63 la sută), iar cel aferent creditelor noi pentru locuințe a rămas practic neschimbat, la 6,89 la sută.

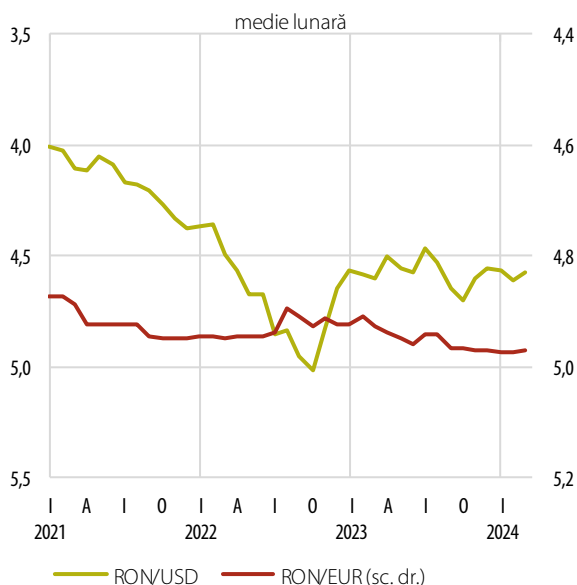
Grafic 3.6. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare



În același timp, rata medie a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare a cvasistagnat ca medie în acest interval, pentru al doilea trimestru consecutiv, la 8,77 la sută, în condițiile unor noi evoluții divergente în cazul principalelor categorii de împrumuturi: creștere pe segmentul celor de valoare mare, peste echivalentul a 1 milion de euro (+0,22 puncte procentuale, la 8,58 la sută), respectiv scădere, în atenuare totuși, în cazul creditelor sub respectivul prag (-0,10 puncte procentuale, la 8,85 la sută) (Grafic 3.6).

Rata medie a dobânzii la depozitele noi la termen a continuat să descrească însă, în pas ceva mai alert pe segmentul populației (-0,31 puncte procentuale față de trimestrul IV 2023, până la 5,65 la sută), dar mai lent pe cel al societăților nefinanciare (-0,13 puncte procentuale, la 5,46 la sută).

Grafic 3.7. Cursul de schimb nominal



## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a urcat în debutul anului curent și s-a menținut timp de câteva săptămâni pe un palier mai înalt, dar a cunoscut apoi o ușoară corecție descendentă, revenind și stabilizându-se în martie în preajma nivelurilor prevalente în trimestrul IV 2023 (Grafic 3.7).

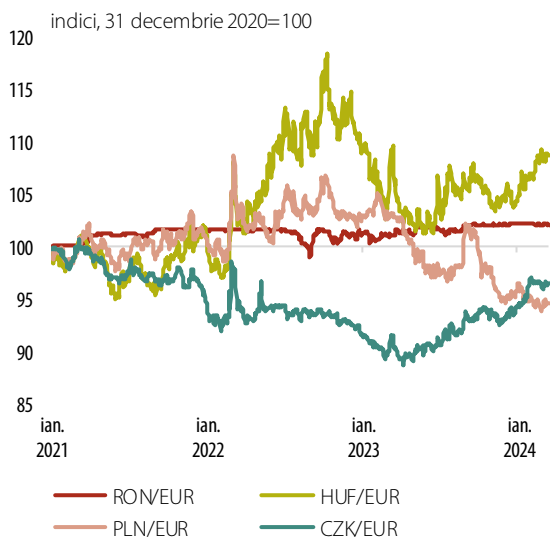
Raportul leu/euro a consemnat un mic salt la mijlocul lunii ianuarie 2024, iar presiunile asupra lui au rămas apoi ridicate, în contextul *sell-off*-ului antrenat în acest interval, inclusiv pe piețele financiare din regiune, de scăderea apetitului global pentru risc, sub impactul unei noi revizuirii a așteptărilor investitorilor privind perspectiva ratelor dobânzilor băncilor centrale

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	2 luni 2023			2 luni 2024		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	8 608	10 435	-1 827	5 461	8 411	-2 950
Investiții directe	804	2 159	-1 355	200	1 425	-1 225
Investiții de portofoliu	-711	8 722	-9 432	-41	6 702	-6 743
Derivate financiare	83	0	83	56	0	56
Alte investiții – numerar și depozite	2 970	-445	3 415	1 899	284	1 615
– împrumuturi	2 756	-405	3 160	2 040	-465	2 505
– altele	124	-382	506	-33	770	-804
Active de rezervă ale BNR (net)	91	341	-251	-108	-22	-86
Active de rezervă ale BNR (net)	5 461	0	5 461	3 347	0	3 347

\*) „+” creștere/„-” scădere

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



Sursa: BCE, BNR

majore<sup>37</sup>. Evoluția s-a sincronizat în linii generale cu cea a ratelor de schimb față de euro ale principalelor monede din regiune, care au crescut chiar mai pronunțat, și sub influența unor factori locali.

Cursul de schimb leu/euro s-a menținut în primele decade ale lunii februarie pe palierul mai înalt atins anterior – în contextul unui nou episod de înrăutățire a sentimentului pieței financiare internaționale generat de așteptări privind perspectiva ratei dobânzii Fed<sup>38,39</sup> –, dar a cunoscut apoi o ușoară corecție descrescătoare, revenind și stabilizându-se în martie în preajma valorilor prevalente în trimestrul IV 2023. Acest comportament a reflectat în principal influențele venite din reconsiderarea de către investitori a traiectoriilor probabile ale ratelor dobânzilor băncilor centrale majore – având ca efect și reintrarea pe o pantă ascendentă a cursului euro/dolar –, dar și din atractivitatea relativă încă ridicată a plasamentelor în moneda națională, inclusiv pe fondul expectațiilor ameliorate privind evoluția cursului de schimb leu/euro (Tabel 3.1).

Evoluțiile de pe piețele valutare din regiune au fost totuși eterogene în acest interval. Astfel, rata de schimb față de euro a coroanei cehe și-a prelungit ascensiunea până la jumătatea lunii februarie și a tins să rămână stabilă ulterior, iar cea a forintului a crescut aproape continuu până în prima parte a lunii martie, în timp ce în cazul zlotului aceasta s-a înscris în februarie pe un trend descendent, ce s-a extins până spre jumătatea lunii martie (Grafic 3.8).

În raport cu dolarul SUA, leul și-a stopat aprecierea în ianuarie și a început să manifeste o tendință de slăbire, ce s-a prelungit până la jumătatea trimestrului I, pentru ca ulterior să recupereze o parte din pierderea de valoare astfel acumulată, inclusiv pe fondul evoluției ratei de schimb euro/dolar pe piețele financiare internaționale.

<sup>37</sup> Investitorii financiar și-au reconsiderat expectațiile privind inițierea în viitorul foarte apropiat a ciclului de scădere a ratei dobânzii de politică monetară de către băncile centrale majore, pe fondul semnalelor transmise de acestea, dar și al rezilienței economiei SUA confirmate de noile date statistice.

<sup>38</sup> Pe fondul semnalelor de prudență date de Fed privind momentul inițierii și amplitudinea reducerilor ratei dobânzii, precum și al dinamicii peste așteptări a activității economice și a inflației din SUA relevate de noile date.

<sup>39</sup> Pe acest fond, cursul de schimb euro/dolar și-a prelungit traiectoria descendentă pe care s-a înscris la finele anului anterior, atingând la jumătatea lunii februarie un minim al ultimelor trei luni (1,071 dolari/euro).

Pe ansamblul trimestrului I, rulajul pieței valutare interbancare a rămas ridicat din perspectivă istorică, reducându-se totuși ușor față de trimestrul precedent, iar deficitul total de devize s-a amplificat până la cel mai înalt nivel din ultimii doi ani.

În acest interval, leul și-a menținut neschimbată valoarea în raport cu euro în termeni nominali<sup>40,41</sup> și a continuat să se aprecieze în termeni reali (cu 0,4 la sută), în timp ce față de dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 0,3 la sută în termeni nominali<sup>42</sup> și s-a întărit marginal în termeni reali. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul I 2024, moneda națională și-a mărit ușor ritmul deprecierei în raport cu euro, dar și-a stopat aprecierea față de dolarul SUA.

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

Dinamica anuală a masei monetare (M3) și-a cvasistopat ascensiunea în perioada ianuarie-februarie 2024, la un nivel mediu de 10,8 la sută (10,6 la sută în trimestrul IV

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

	variație procentuală în termeni nominali				2024	
	2023				ian.	feb.
	I	II	III	IV		
	ritm mediu al trimestrului					
M3	7,3	9,3	8,9	10,6	10,8	10,7
M1	-5,1	-5,6	-4,0	0,8	3,5	3,9
Numerar în circulație	3,8	7,4	8,1	8,9	7,9	8,3
Depozite overnight	-8,0	-9,7	-8,0	-2,0	1,9	2,3
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	39,1	46,6	39,4	30,9	24,3	22,7

2023), în condițiile în care efectele execuției bugetare din acest interval au fost aproape integral compensate de înrăutățirea soldului schimburilor de bunuri și servicii cu exteriorul și de scăderea variației creditului acordat sectorului privat (Tabel 3.2).

Cvasistagnarea ritmului de creștere a masei monetare, la un nivel totuși de două cifre, a fost rezultanta caracterului divergent al evoluțiilor principalelor componente ale M3, care s-a atenuat însă întrucâtva în acest interval. Astfel, dinamica anuală a masei monetare în sens restrâns (M1) a continuat să se mărească în perioada analizată,

dar vizibil mai lent decât în trimestrul precedent, în condițiile încetinirii semnificative a ascensiunii variației depozitelor ON în lei<sup>43</sup>, precum și ca urmare a decelerării creșterii numerarului în circulație, în premieră pentru ultimele trei trimestre. Impactul acestora a fost doar parțial contrabalansat de restrângerea mai accentuată a declinului plasamentelor similare în valută (Grafic 3.9).

În schimb, depozitele la termen sub doi ani și-au redus din nou consistent dinamica anuală deosebit de înaltă, doar ceva mai puțin față de trimestrul anterior, în principal ca urmare a continuării descreșterii ritmului plasamentelor în lei – în încetinire totuși față de trimestrul IV 2023 –, dar și cu aportul scăderii ample, pentru al doilea trimestru consecutiv, a variației componente în valută (exprimată în euro). Ponderea M1 în M3

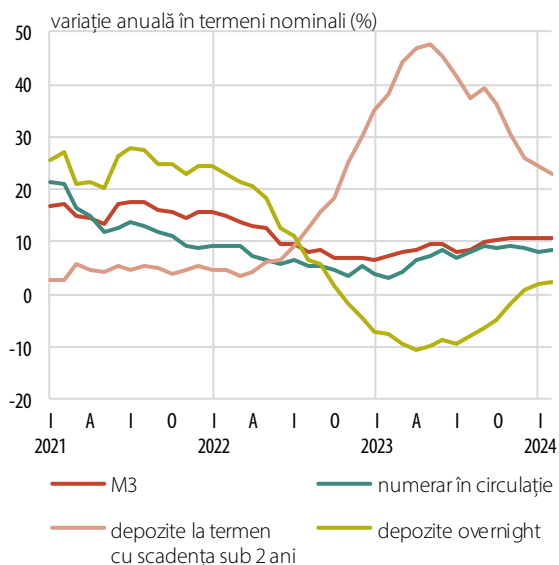
<sup>40</sup> Pe baza valorilor medii din martie 2024, respectiv decembrie 2023, ale cursului de schimb leu/euro.

<sup>41</sup> În aceeași perioadă, forintul s-a depreciat față de euro cu 3,4 la sută, coroana cehă, cu 3,2 la sută, în timp ce zlotul s-a apreciat cu 0,6 la sută.

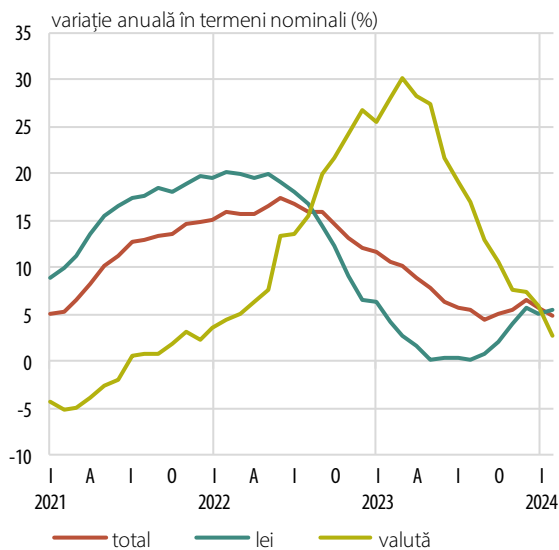
<sup>42</sup> După o apreciere cu 2,0 la sută în trimestrul anterior.

<sup>43</sup> Îndeosebi pe seama celor aparținând societăților nefinanciare.

**Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare**



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



valută (exprimată în euro) a continuat să descrească alert (Grafic 3.10). Pe acest fond, ponderea creditului în lei în total și-a prelungit avansul lent, ajungând la 68,7 la sută în februarie, de la 68,4 la sută în decembrie 2023.

Ușoara decelerare a creșterii creditului acordat sectorului privat s-a datorat exclusiv împrumuturilor societăților nefinanciare, a căror dinamică anuală și-a reluat tendința

a continuat totuși să se reducă față de ultima lună a trimestrului precedent, ajungând la 59,7 la sută în februarie, de la 61,3 la sută în decembrie 2023.

Din perspectiva principalelor categorii de deținători, menținerea aproape constantă a dinamicii M3 a fost, de asemenea, consecința unor evoluții eterogene. Astfel, depozitele incluse în M3 ale societăților nefinanciare au continuat să-și mărească dinamica anuală, deși ceva mai lent, în principal pe fondul majorării sumelor încasate de la bugetul de stat<sup>44</sup> și al creșterii ample a volumului cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul. În schimb, plasamentele similare ale populației și-au cvasistopat ascensiunea de ritm, în corelație cu dinamizarea puternică a cumpărărilor de bunuri, dar în condițiile diminuării doar marginale a dinamicii veniturii disponibil real și ale accelerării creșterii creditului pentru consum, precum și în contextul descreșterii variației plasamentelor în titluri de stat ale acestui sector.

Din perspectiva contrapartidelor M3, evoluția dinamicii masei monetare a reflectat influențele contrare venite în acest interval, pe de o parte, din accelerarea considerabilă a creșterii creditului net al administrației publice centrale, până la o valoare pozitivă notabilă, iar, pe de altă parte, din scăderea semnificativă a dinamicii activelor externe nete ale sistemului bancar<sup>45</sup>, precum și din descreșterea variației creditului acordat sectorului privat.

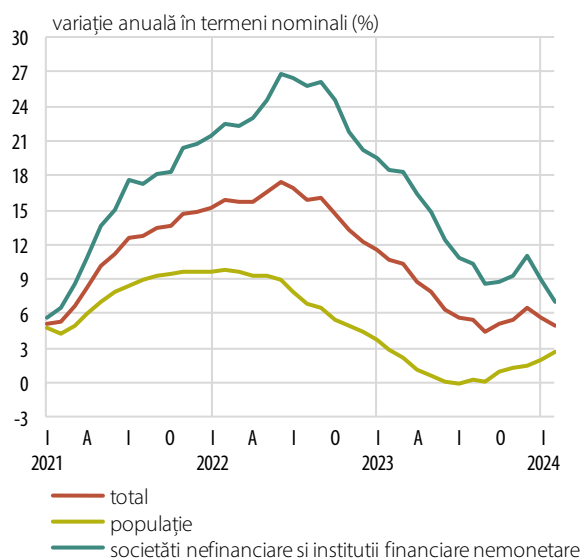
#### Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a reluat scăderea în ianuarie 2024, reducându-se pe ansamblul primelor două luni ale anului la 5,3 la sută, de la 5,6 la sută în trimestrul IV 2023, în condițiile în care ritmul de creștere a creditului în lei și-a temperat ascensiunea, iar cel al componentei în

<sup>44</sup> Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat.

<sup>45</sup> Datorată și unui efect de bază, asociat creșterii semnificative a activelor externe ale băncilor comerciale în luna ianuarie 2023, inclusiv pe fondul majorării cumpărărilor de titluri de stat ale nerezidenților.

Grafic 3.11. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



descendentă. Mișcarea a fost antrenată de o nouă scădere abruptă consemnată de variația componentei în valută<sup>46</sup>, în principal pe fondul prelungirii declinului pronunțat al dinamicii împrumuturilor pe termen scurt<sup>47,48</sup>, probabil în corelație cu evoluția necesarului de finanțare a activității curente a firmelor, asociată și corecțiilor de costuri cu materiile prime. În același timp, dinamica creditului în lei acordat acestui sector s-a redus față de luna decembrie 2023, iar media ei și-a temperat ascensiunea în raport cu trimestrul precedent, integral pe seama împrumuturilor pe termen mediu și lung. Acestea și-au stopat creșterea de ritm, inclusiv în condițiile diminuării aportului programelor de sprijin guvernamental<sup>49</sup>, în timp ce creditul pe termen scurt și-a atenuat contracția anuală (Grafic 3.11).

În schimb, creditul acordat populației a continuat să-și accelereze ușor creșterea, de la un nivel totuși foarte scăzut, exclusiv pe seama componentei în lei. Noul plus de dinamică consemnat de aceasta s-a datorat cu precădere creditului pentru consum și alte scopuri, dar și celui pentru locuințe, în condițiile în care fluxurile ambelor categorii de credite și-au menținut ori chiar mărit în ianuarie și februarie ritmul foarte înalt de creștere în termeni anual<sup>50</sup>. Creditul în valută (exprimat în euro) al acestui sector și-a accentuat însă contracția față de aceeași perioadă a anului precedent, aproape exclusiv pe seama evoluțiilor de pe segmentul împrumuturilor pentru locuințe.

<sup>46</sup> Aceasta a revenit astfel la un nivel de o cifră în premieră pentru ultimii doi ani.

<sup>47</sup> Până la o valoare ușor negativă, de la o medie de două cifre în trimestrul IV 2023.

<sup>48</sup> Influențe mai modeste au decurs din diminuarea, mai moderată totuși decât în trimestrul anterior, a variației anuale a creditului pe termen mediu și lung.

<sup>49</sup> Programul „IMM Plus” prelungeste până la 30 iunie 2024 măsurile de sprijin instituite în context pandemic prin schema „IMM Invest Plus”. Plafonul garanțiilor este de circa 11 miliarde lei (față de un plafon de 24 miliarde lei valabil pentru întregul an 2023).

<sup>50</sup> Evaluare pe baza volumelor ajustate cu operațiunile de renegociere. În cazul creditelor noi pentru locuințe, dinamica anuală a fluxului de credite a crescut în luna februarie la un maxim al ultimilor doi ani și jumătate.

## 4. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC se va menține pe o traiectorie descendentă pe cvasitotalitatea intervalului proiecției, însă ritmul dezinflației este prognozat să încetinească semnificativ, în special în a doua parte a acestuia. În structură, reducerea inflației *headline* va fi determinată în principal de componenta inflației de bază, anticipată în scădere pe tot intervalul proiecției, dar mai lentă anul viitor. În același timp, contribuția componentelor exogene ale coșului la inflația totală se va menține relativ constantă pe parcursul acestui an raportat la valoarea de la finele anului 2023 și se va reduce în 2025. Traiectoria ratei anuale a inflației IPC va fi afectată și de efecte de bază asociate modificărilor de preț din trecut: influențe favorabile în trimestrul III 2024 și trimestrul I 2025, respectiv nefavorabile în trimestrul IV 2024, când procesul dezinflaționist înregistrează o cvasistagnare. În aceste condiții, se anticipează o valoare de 4,9 la sută pentru finele anului curent, de 3,5 la sută pentru sfârșitul anului 2025 și de 3,4 la sută la orizontul proiecției, respectiv martie 2026. Din perspectiva ritmului dezinflației, evoluția proiectată implică o corecție cu circa 2,8 puncte procentuale în intervalul martie 2024 – martie 2025 și cu doar 0,4 puncte procentuale în următoarele 12 luni. Comparativ cu runda anterioară de proiecție, valoarea anticipată a ratei inflației la finele anului curent a fost revizuită în sus cu 0,2 puncte procentuale, în principal pe seama unei contribuții mai ridicate a componentei combustibili și, într-o mai mică măsură, a inflației de bază și produselor din tutun și băuturilor alcoolice, în timp ce prognoza pentru finele anului viitor a rămas neschimbată.

Similar *Raportului* precedent, balanța riscurilor la adresa evoluției viitoare a ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria configurată în scenariul de bază, reflectând potențiala acțiune nefavorabilă a unor eventuale noi șocuri de natura ofertei, a căror plauzibilitate a sporit, în contextul exacerbării tensiunilor geopolitice pe plan internațional. Pe plan intern, conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri ar putea avea consecințe posibil divergente asupra ratei inflației, în funcție de configurația viitoare a pachetelor de consolidare fiscală adoptate de autorități. În schimb, pe fondul menținerii fragilității activității economice de la nivel global, factorii de risc de natura cererii își mențin un potențial mai curând dezinflaționist.

## 1. Scenariul de bază

### 1.1. Ipoteze externe

Activitatea economică a partenerilor externi (aproximată prin agregatul PIB UE efectiv) a înregistrat o stagnare, în termeni trimestriali, la sfârșitul anului 2023. Pe termen scurt, creșterea economică rămâne afectată de condițiile financiare constrângătoare. Astfel, pentru trimestrele I și II 2024 se prefigurează o creștere

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2024	2025
Creșterea economică în UE efectiv (%)	0,9	1,7
Inflația anuală din zona euro (%)	2,3	2,0
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	2,8	2,2
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,7	2,3
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	3,5	2,5
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,09	1,11
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	85,9	80,0

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

trimestrială relativ modestă a activității economice externe (PIB UE efectiv). Ulterior, se așteaptă o dinamizare treptată a ritmului acesteia, în condițiile continuării creșterii venitului real al gospodăriilor populației (pe fondul unei piețe a muncii încă tensionate, concomitent cu reducerea inflației), a consumului public și ale redresării cererii externe. Dinamica medie anuală proiectată a PIB UE efectiv a fost menținută la 0,9 la sută pentru anul curent, în timp ce pentru anul 2025 aceasta a fost revizuită în sus, de la 1,5 la sută la 1,7 la sută (Tabel 4.1).

Deviația cererii externe efective a fost reevaluată ușor în sus, în special pentru anul 2025, pe fondul unor

perspective ușor mai favorabile. Aceasta este proiectată să atingă valori apropiate de cele neutre către finalul anului curent, iar ulterior, până la orizontul prognozei, *gap*-ul PIB UE efectiv se va menține la valori ușor pozitive (spre deosebire de *Raportul* anterior, când indicatorul era evaluat a rămâne în teritoriul negativ).

Rata medie anuală a inflației din zona euro a fost revizuită în jos pentru anul 2024 (-0,3 puncte procentuale față de *Raportul* precedent), în principal pe seama componentei energie, ca urmare a evoluțiilor recente și unor cotații mai reduse la gaze naturale și electricitate. Astfel, pentru anul curent, indicatorul este anticipat a se plasa la 2,3 la sută, iar pentru anul următor, la 2 la sută (-0,1 puncte procentuale față de *Raportul* anterior). Fluctuațiile ratei anuale a inflației de pe parcursul anului 2024 reflectă efecte de bază asociate în principal componentei energie. Dinamica ratei anuale a inflației IAPC va fi determinată în principal de inflația de bază, pe fondul atenuării presiunilor venite din partea șocurilor de ofertă și al transmisiei impactului politicii monetare a BCE. Rata anuală a inflației este prognozată a coborî sub reperul BCE de 2 la sută în trimestrul III 2025 (1,9 la sută), similar evaluării anterioare.

Față de *Raportul* precedent, prognoza ratei inflației IAPC exclusiv energie<sup>51</sup> din zona euro a fost revizuită ușor în sus, la 2,8 la sută pentru anul 2024 (+0,1 puncte procentuale), iar pentru anul 2025, ușor în jos, la 2,2 la sută (-0,2 puncte procentuale). Indicatorul păstrează un ecart pozitiv față de rata inflației IAPC, de 0,4 puncte procentuale și 0,2 puncte procentuale în acest an și, respectiv, cel următor. Un rol important în dinamica ratei inflației IAPC exclusiv energie îl au creșterile salariale, pe fondul unei

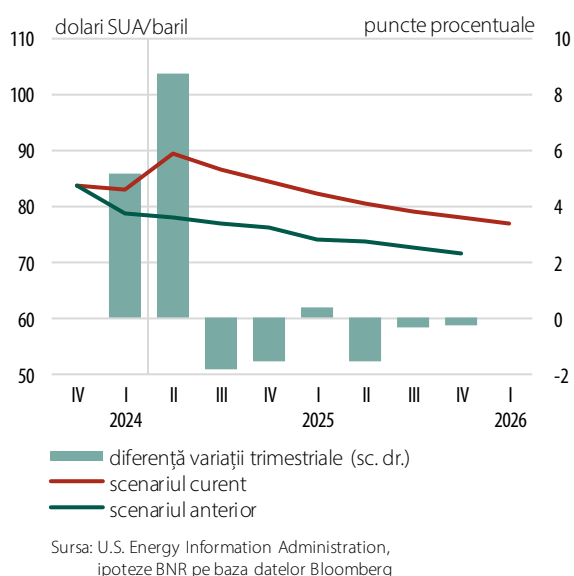
<sup>51</sup> O măsură a inflației importate în cazul României.

piețe a muncii încă tensionate. Presiunile salariale sunt însă așteptate a se atenua pe parcursul următorilor doi ani. Pe termen mediu, marjele de profit sunt așteptate să se tempereze și să acționeze ca amortizor al transmisiei costurilor cu forța de muncă în prețurile finale ale bunurilor și serviciilor. La orizontul prognozei, rata inflației IAPC exclusiv energie se plasează la un nivel ușor mai ridicat față de cel al inflației *headline* (2,1 la sută, față de 1,8 la sută).

După un nou avans în teritoriul pozitiv în trimestrul IV 2023, până la valori de 4 la sută, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este anticipată a scădea treptat pe parcursul intervalului de proiecție. La rândul său, rata reală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este evaluată a se menține în teritoriul pozitiv, în creștere în decursul primului semestru al anului curent, iar ulterior în reducere pe parcursul intervalului de prognoză. Astfel, aceasta va exercita un impact restrictiv asupra economiei zonei euro, cu o intensitate mai pronunțată față de evaluările anterioare. În acest sens acționează atât revizuirea în sus a ratei nominale a dobânzii EURIBOR 3M, cât și reevaluarea descendentă a perspectivelor privind inflația din zona euro.

Traectoria cursului de schimb al euro față de dolarul SUA rămâne marcată de incertitudini ample. Pe termen scurt, se estimează o evoluție relativ stabilă a euro în raport cu dolarul SUA, pe fondul așteptărilor privind politica monetară a BCE și, respectiv, cea a Fed, urmată de o apreciere a monedei europene pe parcursul intervalului de proiecție.

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 acționează îngrijorările cu privire la deteriorarea condițiilor economice globale, cu efect și asupra diminuării cererii de petrol. Pe latura ofertei, printre determinanți se evidențiază, pe de o parte, o producție așteptată mai robustă din partea membrilor non-OPEC, iar pe de altă parte, efecte adverse ale intensificării conflictului din Orientul Mijlociu. Acesta din urmă alimentează îngrijorările cu privire la eventuale întreruperi ale aprovizionării cu petrol din regiune și prelungirea acordului OPEC în ceea ce privește reducerea producției. Proiecția evoluției viitoare a prețului petrolului rămâne astfel

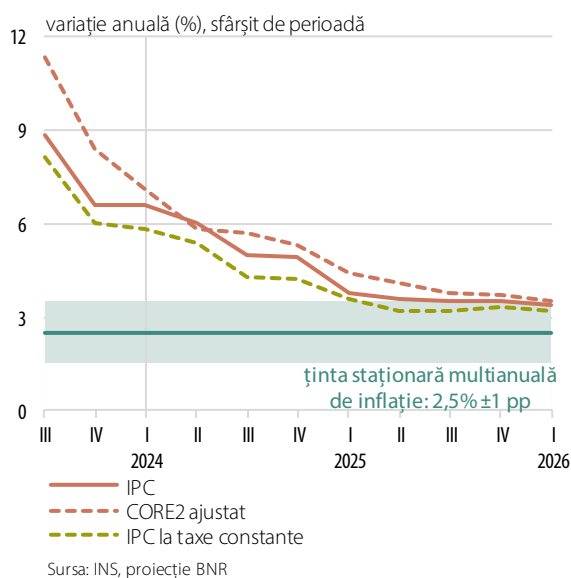
grevată de incertitudini ample, aspect coroborat și cu evoluția istorică a variabilei, caracterizată de un grad ridicat de volatilitate.



## 1.2. Perspectivele inflației

După o majorare în prima lună a anului, preconizată în runda anterioară de prognoză, rata anuală a inflației IPC și-a reluat traiectoria descendentă în luna februarie, atingând 6,61 la sută în martie, valoare egală cu cea de la finele anului trecut. Evoluția de pe parcursul primului trimestru al anului curent a fost determinată în principal de majorarea inflației la combustibili (pe seama scumpirii petrolului și a creșterii accizei) și energie electrică (pe fondul unor efecte de bază nefavorabile), contrabalansate de reducerea inflației anuale CORE2 ajustat și a LFO.

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



În perspectivă, rata anuală a inflației IPC se va menține pe o traiectorie descendentă pe cvasitotalitatea intervalului proiecției, însă ritmul dezinflației este proiectat să încetinească semnificativ, în special în a doua parte a acestuia (Grafic 4.2). Astfel, inflația se va corecta cu circa 2,8 puncte procentuale în perioada martie 2024 – martie 2025 și, în continuare, cu doar 0,4 puncte procentuale în următoarele 12 luni. În aceste condiții, se anticipează o valoare de 4,9 la sută pentru finele anului curent, de 3,5 la sută pentru sfârșitul anului 2025 și de 3,4 la sută la orizontul proiecției, respectiv martie 2026.

În structură, reducerea inflației *headline* va fi determinată în principal de componenta inflației de bază, anticipată în scădere pe tot intervalul proiecției, însă, într-un ritm atenuat pe parcursul anului viitor. În același timp, contribuția componentelor exogene<sup>52</sup> ale coșului la inflația totală se va menține

relativ constantă la sfârșitul anului curent raportat la valoarea de la finele anului 2023 și se va reduce cu aproximativ 0,4 puncte procentuale în 2025, stabilizându-se în jurul nivelului de 1,2 puncte procentuale către sfârșitul orizontului de proiecție. Profilul ratei anuale a inflației IPC va fi configurat și de o serie de efecte de bază asociate modificărilor de preț din trecut: influențe favorabile în trimestrul III 2024 (scumpiri în anul 2023 la medicamente, combustibili, bunuri nealimentare) și trimestrul I 2025 (majorări de la 1 ianuarie 2023 ale cotelor TVA, accizelor, prețurilor combustibililor), respectiv nefavorabile în trimestrul IV 2024 (ieftiniri la alimente și combustibili în trimestrul IV 2023).

Față de prognoza din *Raportul asupra inflației* din februarie, rata anuală a inflației IPC a fost revizuită ușor în sus la finele anului curent, cu 0,2 puncte procentuale, în principal pe seama unei dinamici mai ridicate a componentei combustibililor, și, într-o mai mică măsură, în cazul indicelui CORE2 ajustat și al produselor din tutun și băuturilor alcoolice. Acestea au fost parțial contrabalansate de revizuirea în jos a contribuțiilor

<sup>52</sup> Sunt considerate exogene sfere de influență a politicii monetare componentele prețurilor administrate (inclusiv cele ale energiei electrice și ale gazelor naturale), cele volatile ale alimentelor (LFO), ale combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice.

prețurilor administrate, ale celor ale LFO și ale celor ale energiei electrice. La finele anului viitor, prognoza inflației este identică celei anterioare.

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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2024			2025				2026
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	6,0	5,0	4,9	3,8	3,6	3,5	3,5	3,4
Proiecție IPC*	5,4	4,3	4,2	3,6	3,2	3,2	3,3	3,2
Proiecție CORE2 ajustat	5,8	5,7	5,3	4,4	4,1	3,8	3,7	3,5

\*) calculat la taxe constante

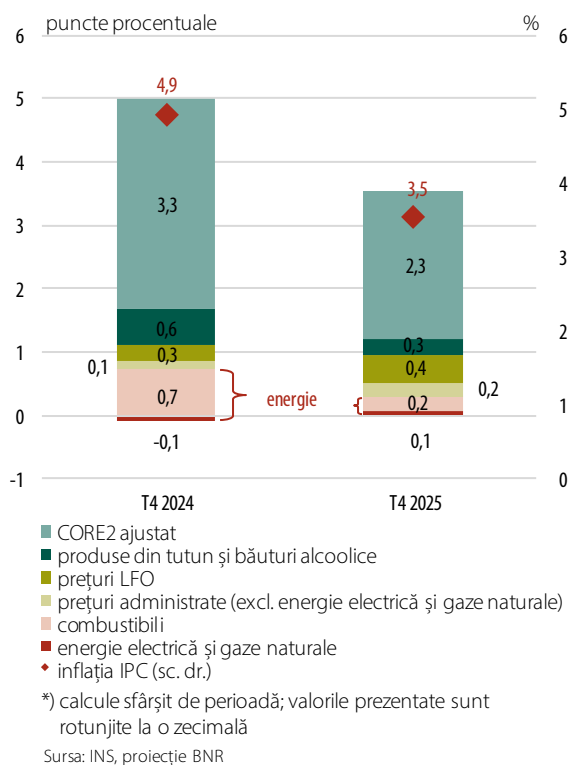
Spre deosebire de IPC, rata anuală a inflației de bază și-a continuat scăderea și pe parcursul trimestrului I 2024, de la 8,4 la sută în luna decembrie 2023 la 7,1 la sută în luna martie. În perspectivă, aceasta este anticipată în reducere continuă până la orizontul proiecției, dar se va menține, cu excepția trimestrului II 2024, peste cea corespunzătoare întregului coș de consum (IPC). Corecția preconizată va avea, pe ansamblu, un caracter gradual și va încetini semnificativ, indicatorul urmând să se reducă cu 2,7 puncte procentuale în prima parte a intervalului proiecției (martie 2024 – martie 2025), respectiv cu

doar 0,9 puncte procentuale în a doua jumătate a acestuia. Astfel, inflația de bază va coborî la 5,3 la sută la sfârșitul anului curent, la 3,7 la sută în decembrie 2025 și va atinge marginea superioară a intervalului țintei, 3,5 la sută, la orizontul proiecției, respectiv luna martie 2026 (Grafic 4.2, Tabel 4.2).

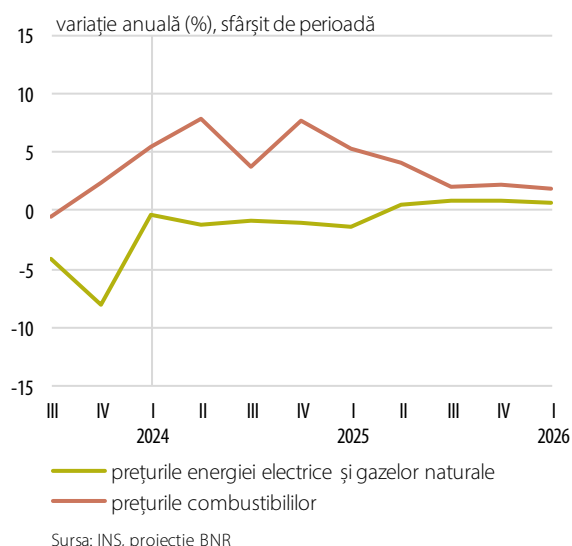
Evoluția proiectată a inflației CORE2 ajustat va reflecta disiparea treptată a presiunilor din partea majorărilor anterioare ale costurilor de producție ale companiilor, cu precădere cele cu materiile prime, energia, transportul. Subcomponenta bunuri alimentare procesate va continua să beneficieze de contextul favorabil de pe piețele materiilor prime de profil. Dezinflația va fi încetinită însă de dinamica relativ înaltă a costurilor salariale, amplificată inclusiv de majorările repetate ale salariului minim, precum și de cele anticipate a avea loc în următoarele opt trimestre. De altfel, presiunile din partea costurilor cu forța de muncă se manifestă și în persistența ridicată a inflației serviciilor din perioada recentă (dată fiind și ponderea ridicată deținută de cheltuielile salariale în costurile de producție totale aferente acestui segment). La reducerea lentă a inflației de bază vor contribui și menținerea deviației PIB în teritoriul pozitiv, precum și anticipațiile inflaționiste, plasate pe o traiectorie continuu descendentă, dar la valori superioare intervalului țintei. Dinamica anuală a prețurilor bunurilor din import este preconizată a se reduce în prima parte a anului curent și a se stabiliza ulterior, în linie cu evoluția anticipată a inflației IAPC exclusiv energie din zona euro, indicator superior ca ordin de mărime inflației de ansamblu a IAPC.

Comparativ cu *Raportul* precedent, rata anuală a inflației de bază a fost revizuită ușor în sus pe tot parcursul intervalului de proiecție. Valorile prognozate ale indicatorului sunt mai ridicate cu 0,3 puncte procentuale la finele anului curent și cu 0,1 puncte procentuale în decembrie 2025. Revizuirea a fost operată în condițiile persistenței mai ridicate decât se anticipa a presiunilor pe segmentele bunuri nealimentare și servicii.

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



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



Nivelul prognozat al contribuției cumulate a componentelor exogene ale coșului la rata anuală a inflației IPC este de 1,6 puncte procentuale la finele anului curent (față de 1,7 puncte procentuale în decembrie 2023) și de 1,2 puncte procentuale atât în decembrie 2025, cât și la orizontul proiecției, respectiv martie 2026 (Grafic 4.3). Față de *Raportul* precedent, au fost înregistrate corecții marginale ale grupei (+0,1 puncte procentuale în decembrie 2024 și -0,1 puncte procentuale la finele anului 2025). Pentru decembrie 2024, dinamizarea prețurilor combustibililor și scumpirea neanticipată a produselor din tutun sunt preconizate a fi compensate aproape în totalitate de evoluțiile mai favorabile ale prețurilor administrate, ale celor ale energiei electrice, dar și ale prețurilor volatile LFO.

Rata anuală a inflației combustibililor este prognozată a înregistra valori superioare țintei centrale până în trimestrul II 2025 (Grafic 4.4, Tabel 4.3). Evoluția anticipată este imprimată, pe de o parte, de creșterile înregistrate și preconizate ale cotațiilor petrolului<sup>53</sup>, iar, pe de altă parte, de majorarea în doi pași (ianuarie și, respectiv, iulie) a accizei la combustibili<sup>54</sup>. Ulterior, pe fondul disipării impactului acestor factori și al anticipării unei traiectorii în reducere ușoară a prețului petrolului, rata anuală a inflației combustibililor se va atenua semnificativ, plasându-se din trimestrul III 2025 la valori ușor inferioare țintei de inflație. Traectoria a fost revizuită ascendent față de *Raportul asupra inflației* precedent în prima jumătate a intervalului de prognoză, ca urmare a evoluției mai puțin favorabile a prețului petrolului.

Sub efectul schemei de plafonare a prețurilor pentru consumatorii casnici, dinamica anuală a prețurilor energiei electrice și gazelor naturale<sup>55</sup> este prognozată a se situa în teritoriul negativ până la expirarea acestei măsuri, finalul lunii martie 2025 (Grafic 4.4, Tabel 4.3). Ulterior, sub ipoteza funcționării în condiții normale a piețelor de profil, sunt anticipate evoluții moderat ascendente ale grupei. Față de *Raportul* din februarie 2024, traiectoria a fost reevaluată în jos, mai vizibil

<sup>53</sup> Pentru detalii, a se consulta Secțiunea 4.1. Ipoteze externe.

<sup>54</sup> Având un impact estimat asupra dinamicii anuale a prețului combustibililor de 3,8 puncte procentuale.

<sup>55</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.

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

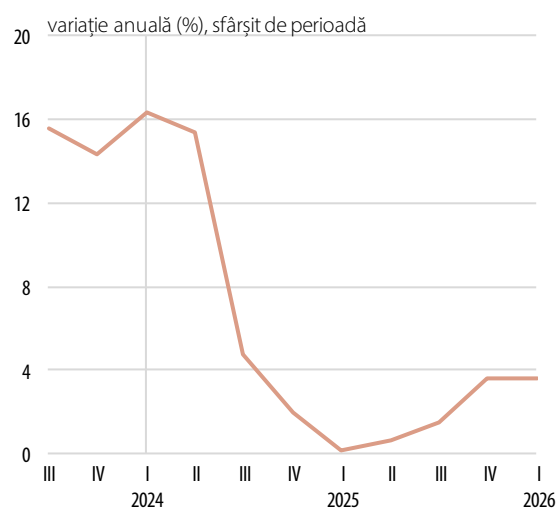
	variație anuală (%), sfârșit de perioadă			
	dec. 2023	dec. 2024	dec. 2025	mar. 2026
Prețuri bunuri energetice	-3,2	3,6	1,7	1,2
Prețuri combustibili	2,4	7,7	2,3	1,8
Prețuri energie electrică și gaze naturale	-8,1	-1,0	0,9	0,6
Prețuri LFO	6,7	4,4	7,5	8,2
Prețuri administrate (excl. energie electrică și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

Sursa: INS, proiecție BNR

până în martie 2025, ca urmare a actualizării ipotezelor tehnice privind componenta energie electrică<sup>56</sup>.

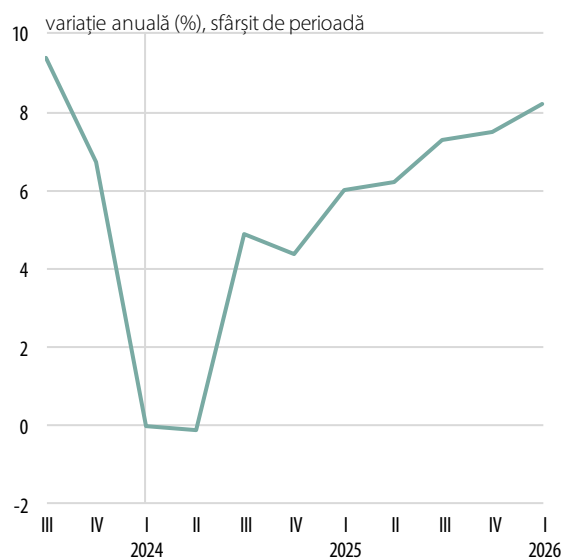
După disiparea efectului de bază asociat scumpirii semnificative din luna august 2023 a prețului medicamentelor eliberate pe bază de rețetă, care a imprimat dinamica de două cifre a prețurilor administrate din prima parte a anului curent, altele decât energia electrică și gazele naturale<sup>57</sup>, scenariul exogen privind evoluția acestei grupe prevede o temperare semnificativă, prin manifestarea de efecte de bază favorabile, până la valori de o cifră pentru restul intervalului de proiecție (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Față de *Raportul* precedent, contribuția la inflația IPC este ușor mai redusă la finele anului curent, respectiv similară în decembrie 2025.

**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

Pe parcursul acestui an, dinamica anuală proiectată a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) a fost ajustată descendent, beneficiind de evoluțiile recente mai favorabile ale prețurilor grupei (Grafic 4.6, Tabel 4.3). Valorile pentru restul intervalului de prognoză sunt relativ similare celor proiectate anterior, reflectând ipoteza înregistrării unor producții agricole normale<sup>58</sup>.

<sup>56</sup> Nivelul agregat al prețului calculat de INS este influențat de distribuția ponderilor gospodăriilor pe tranșe de consum, variabilă pe parcursul anului.

<sup>57</sup> Principalele categorii de produse incluse sunt energia termică, serviciile de apă, canal, salubritate și medicamentele.

<sup>58</sup> Raportat la mediile multianuale calculate ale variabilei.

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 prețurilor finale. Dinamica anuală a grupei este anticipată să decelereze până în trimestrul II 2025, stabilizându-se apoi pentru restul orizontului proiecției în intervalul țintei (Tabel 4.3). Pentru anul curent, dinamica grupei este influențată de o scumpire neanticipată produsă în luna aprilie a pachetului de țigarete, nemotivată de regimul fiscal. În aceste condiții, prognoza pentru finele anului curent a fost revizuită în sus, însă pentru decembrie 2025 ajustările sunt marginale.

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

#### Deviația PIB (*gap-ul PIB*)

Conform comunicatului INS nr. 86 din 9 aprilie 2024, în trimestrul IV 2023 PIB real a înregistrat o comprimare în termeni trimestriali (-0,5 la sută), neanticipată în *Raportul* precedent. În structură, pe latura de utilizare s-a remarcat scăderea neașteptată a exporturilor, ceea ce a imprimat exportului net o contribuție negativă mai pronunțată decât se anticipa<sup>59</sup>. În condițiile în care atât consumul final, cât și FBCF au înregistrat dinamici pozitive, peste așteptări, contribuția componentei reziduale (discrepanța statistică și variația stocurilor) a consemnat un aport negativ semnificativ. Astfel, pe ansamblul anului 2023, PIB real a înregistrat o decelerare de ritm până la 2,1 la sută, valoare apropiată de cea prognozată în *Raportul* anterior. Creșterea PIB a avut loc pe seama absorbției interne (în structura căreia s-a remarcat, ca premieră în ultimii ani, aportul preponderent venit din partea FBCF), în timp ce exporturile nete au avut o contribuție cvasinulă (atât importurile, cât și exporturile comprimându-se în termeni anuali)<sup>60</sup>.

Pentru primele două trimestre ale anului 2024, prognozele actualizate pe termen scurt indică o redresare a activității economice în profil trimestrial. Aceasta reflectă semnale în general favorabile din partea indicatorilor conjuncturali, deși sunt vizibile anumite divergențe între sectoare. Comerțul și serviciile sunt anticipate a se extinde, evoluțiile fiind susținute de dinamizările volumelor cifrelor de afaceri corespunzătoare (perioada ianuarie-februarie) și de răspunsurile mai optimiste aferente sondajelor de încredere. Acestea sunt coroborate cu dinamicile pozitive preconizate în cazul venitului disponibil real (favorizate de creșterile salariale nominale, în paralel cu continuarea procesului de temperare a inflației) și cu nivelul generic de incertitudine, evaluat în plan local a se poziționa în apropierea nivelului mediu din perspectivă istorică. Suplimentar, în primul trimestru al anului, indicatorul de încredere ESI a continuat să surprindă o imagine de ansamblu favorabilă în cazul economiei României (în paralel cu o ameliorare doar ușoară a celui aferent zonei euro). În schimb, perspectivele din partea industriei continuă să rămână relativ modeste, fiind sugerate

<sup>59</sup> În acest context, în trimestrul IV, pentru prima oară în decursul anului 2023, s-a înregistrat o contribuție negativă (-1,8 puncte procentuale) a exportului net de bunuri și servicii la dinamica anuală a PIB.

<sup>60</sup> Contribuția variației stocurilor, componentă cu un conținut economic limitat, a fost negativă, de o magnitudine ridicată pe parcursul anului 2023, sugerând incertitudini cu privire la structura finală a creșterii PIB (după efectuarea, în timp, de către INS, a tuturor revizuirilor de date statistice).

de reducerea, pe ansamblul primelor două luni ale anului, a indicelui producției industriale interne (similar evoluției din zona euro), de scăderea încrederii agenților economici care activează în acest sector, precum și de parcursul în continuare fragil al cererii externe<sup>61</sup>. Tot în sensul temperării creșterii economice acționează, pe termen scurt, caracterul restrictiv și în accentuare al condițiilor monetare reale, ritmul redus preconizat al angajărilor, precum și o anumită retensionare a lanțurilor globale<sup>62</sup> de aprovizionare.

Decelerarea PIB real de pe parcursul anului trecut a reflectat climatul inflaționist, cu impact direct resimțit în special de componenta consumul gospodăriilor populației, la care s-au adăugat nivelul ridicat, din perspectivă istorică, al incertitudinii, precum și slăbirea cererii externe, dar și efectele restrictive din partea impulsului fiscal și, respectiv, ale propagării treptate a deciziilor anterioare de întărire a politicii monetare (atât la nivel global, cât și pe plan intern). Pentru anul curent și cel următor, se anticipează o redresare graduală a dinamicii PIB, pe fondul disipării/inversării influențelor menționate, cu excepția celor din partea condițiilor monetare reale, evaluate a-și menține caracterul restrictiv pe tot parcursul intervalului de prognoză. Un aport suplimentar la creșterea economică este așteptat să fie asociat valorificării fondurilor europene din surse multiple, evoluție care însă a consemnat deja unele întârzieri în ceea ce privește absorbția și utilizarea efectivă în proiecte a acestor sume<sup>63</sup>.

Pe parcursul intervalului de prognoză, traiectoria PIB real rămâne determinată de cererea internă. Începând din acest an, consumul final este proiectat să redevină factorul principal de impulsie a creșterii economice (date fiind ponderea ridicată în PIB a componentei și dinamica sa în ușoară accelerare în 2024, succedată de o consolidare a ritmului anual), 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 valoarea cvasinulă de pe ansamblul anului trecut, contribuția exporturilor nete este proiectată să redevină negativă, pe fondul unei dinamizări a importurilor de bunuri și servicii superioare celei preconizate a exporturilor.

Dinamica medie anuală a PIB potențial este proiectată la valori robuste pe parcursul intervalului de proiecție, în ușoară accelerare atât în anul curent, cât și în cel următor, în special pe seama acumulării mai consistente de capital (revizuirea acestuia din perioada recentă determinând și o ușoară reconfigurare în sus pe termen mediu a traiectoriei indicatorului comparativ cu *Raportul precedent*).

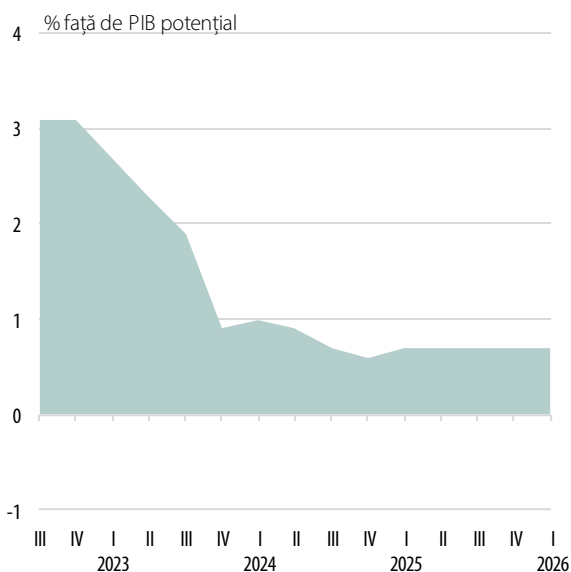
Performanța remarcabilă a investițiilor din ultimii ani, precum și perspectivele privind continuarea parcursului rezilient al acestora atribuie stocului de capital rolul de factor

<sup>61</sup> În ceea ce privește sectorul construcțiilor, de remarcat este contracția indicelui lucrărilor de construcții din luna ianuarie 2024 (circa -36 la sută față de luna decembrie 2023), reprezentând un minim istoric. Evoluția este însă dificil de explicat în contextul celorlalte evidențe disponibile pentru sectorul respectiv, putând fi însă parțial asociată debutului procesului de rebazare de către INS a seriilor istorice ale indicatorilor lunari (trecerea de la anul de bază 2015 la anul 2021). O evidență suplimentară în acest sens o reprezintă și revenirea deosebit de alertă a indicelui în luna februarie (dinamică lunară de aproape +18 la sută).

<sup>62</sup> O acutizare a acestora nu poate fi exclusă, în contextul escaladării, în perioada recentă, a conflictului din Orientul Mijlociu. Pentru detalii, a se consulta Secțiunea 4.2. Riscuri asociate proiecției.

<sup>63</sup> Cadrul financiar multianual 2021-2027, programul „Next Generation EU” (2021-2026).

determinant al dinamicii din prezent, dar și al celei viitoare, a PIB potențial. Totuși, parcursul favorabil al investițiilor este preconizat să consemneze unele încetiniri de ritm, inclusiv pe fondul condițiilor financiare gradual mai constrângătoare și, respectiv al impactului măsurilor fiscale adoptate de autorități asupra bilanțului firmelor private. În acest context, surse decisive de finanțare a FBCF vor rămâne în special investițiile străine directe, precum și fondurile europene. Cuantumul total al acestora din urmă va fi, probabil, afectat de finalizarea derulării exercițiului financiar 2014-2020<sup>64</sup>, însă, în paralel, este anticipată dinamizarea treptată a intrărilor aferente cadrului multianual 2021-2027. Performanța investițiilor susține și eficientizarea utilizării resurselor, reflectată sub forma unei contribuții însemnate atribuite productivității totale a factorilor (trendul TFP)<sup>65</sup>. În schimb, aportul forței de muncă este proiectat a rămâne ușor pozitiv, dar semnificativ mai redus comparativ cu cel al celorlalți doi factori, în contextul unei relative încetiniri a ritmului de creștere a numărului de salariați din economie și, cu acțiune pe termen mediu, al evoluțiilor demografice persistent nefavorabile din România (în particular, reducerea populației în vârstă de muncă, cuprinsă între 15 ani și 74 de ani). La adresa traiectoriei PIB potențial rămân relevante efectele adverse ale incertitudinii asociate tensiunilor geopolitice globale.

Grafic 4.7. *Gap-ul PIB*

Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

După ajustarea descendentă de pe parcursul anului trecut (cu un caracter pronunțat în special în ultimul trimestru, marcat de contracția temporară a PIB), *gap-ul PIB* revine în prima jumătate a anului curent la valori apropiate de cele din *Raportul* anterior<sup>66</sup>. Dinamica pe termen scurt a indicatorului este asociată redresării anticipate a PIB, inclusiv pe seama evoluției consumului privat. Într-o manieră asemănătoare evaluării precedente, *gap-ul PIB* are o pantă ușor descendentă în a doua parte a anului curent. Ulterior, însă, corelat și cu perspectivele privind traiectoria deficitului bugetar, progresul în ceea ce privește corecția cererii excedentare urmează să fie cvasinul (Grafic 4.7)<sup>67</sup>.

Din perspectiva factorilor fundamentali ai *gap-ului PIB*, impusul fiscal este anticipat, similar proiecției din *Raportul* anterior, a contribui la valorile persistente pozitive ale indicatorului în decursul anului 2025.

<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. Conform Balanței Financiare Nete, sumele primite din CFM 2014-2020 din primul trimestru al anului curent au înregistrat o comprimare de peste 50 la sută comparativ cu cele din aceeași perioadă a anului precedent.

<sup>65</sup> *Raportul McKinsey Investing in productivity growth* (martie 2024) subliniază necesitatea investițiilor în domenii precum digitalizare, automatizare sau inteligența artificială, în vederea obținerii unor creșteri de productivitate ce ar putea favoriza inclusiv tranziția către energie verde și reconfigurarea lanțurilor de aprovizionare.

<sup>66</sup> Pe fondul persistenței problemelor asociate volatilității datelor statistice oficiale, au fost aplicate în continuare anumite ajustări în procesul de evaluare a poziției ciclice a economiei.

<sup>67</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).



În plus, deviația negativă a cererii externe este prevăzută a se închide la începutul anului viitor, spre deosebire de evaluarea precedentă, atunci când indicatorul rămânea mai persistent în teritoriul negativ. În schimb, politica monetară își menține caracterul contraciclic pe parcursul întregului interval de prognoză.

### Componentele cererii agregate

Dinamica consumului final este evaluată în ușoară accelerare în anul curent<sup>68</sup>, urmată de o consolidare a ritmului pe restul intervalului de proiecție. Evoluția este susținută de avansul alert al venitului disponibil real, ce beneficiază atât de creșterile salariale (reflectând inclusiv măsurile adoptate de autorități în vederea impulsivării veniturilor populației<sup>69</sup>), cât și de procesul de reducere treptată a inflației. Totuși, resursele populației destinate consumului sunt afectate într-o anumită măsură de nivelul relativ ridicat al ratelor dobânzilor bancare la creditele acordate, care afectează atât costurile aferente creditelor noi, cât și, în mai mică măsură și doar gradual, pe cele ale contractelor de credit aflate în derulare. Totodată, rămân relevante incertitudinile aferente evoluției pe termen mediu a inflației (și implicit ale venitului disponibil real), generate în continuare de războiul din Ucraina și de conflictul din Orientul Mijlociu.

Pe parcursul intervalului de prognoză, formarea brută de capital fix este anticipată a evolua cu ritmuri medii anuale consistente, superioare celor ale consumului final. Totuși, comparativ cu anul 2023, dinamica componentei este așteptată a se tempera gradual. Perspectivele privind parcursul robust al FBCF sunt strict condiționate de încrederea mediului investițional, de continuarea atragerii de fonduri europene din surse multiple, a implementării și finalizării în timp util de către autorități a proiectelor bugetate, ce ar genera efecte favorabile de antrenare inclusiv asupra celor derulate în sectorul privat, precum și de dinamizarea activității economice interne și externe. În acest context, un rol esențial revine programului „Next Generation EU”, al cărui progres se prefigurează, cel puțin pe baza experienței recente, a fi lent în implementarea efectivă a sumelor alocate și transferate. Totodată, dinamica FBCF ar putea fi afectată și de eventuale diminuări sau ajustări ale resurselor destinate investițiilor, pe fondul condițiilor financiare constrângătoare, precum și al reformelor fiscale ce au vizat o creștere a gradului de impozitare a companiilor. În general, implementarea de reforme fiscale care nu sunt predictibile și, totodată, rezonabile ca amploare este de natură să determine chiar unele inversări ale planurilor investiționale anterioare ale companiilor.

Pe parcursul anului 2024, atât exporturile, cât și importurile sunt anticipate a cunoaște o redresare, fiind de așteptat să revină la ritmuri anuale pozitive. Totuși, dinamica acestor fluxuri continuă să fie marcată de efectele incertitudinii de la nivel global, în special de cele care vizează posibile noi fragmentări ale relațiilor comerciale dintre state. De asemenea, acestea ar putea fi afectate de eventuale reacutizări ale blocajelor

<sup>68</sup> Totuși, pentru anul 2024, studiul *EY Consumer Index* (decembrie 2023) relevă o anumită tendință de cumpărare în comportamentul consumatorilor în vederea adaptării la creșterea costului vieții.

<sup>69</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. Alte măsuri anticipate, cu impact pe întregul interval de prognoză, sunt majorarea salariului minim pe economie (de la 1 iulie 2024), recalcularea pensiilor (începând cu 1 septembrie 2024) și distribuirea de carduri sociale.



din lanțurile globale de aprovizionare, pe fondul intensificării tensiunilor geopolitice, însă în scenariul de bază, efectele provenind din această sursă sunt evaluate a fi, la acest moment, relativ reduse. Din punct de vedere al condițiilor monetare reale, cursul de schimb real efectiv (calculat prin deflatare cu dinamicile IPC din România și din țările partenere) este anticipat să continue să imprime anumite efecte restrictive competitivității prin preț a produselor românești. După contracția înregistrată în anul 2023, importurile de bunuri și servicii sunt prognozate a se redresa, reflectând redinamizarea, în paralel, a evoluțiilor componentelor cererii interne și, respectiv, ale exporturilor. Ritmul anual al importurilor este previzionat a depăși marginal pe cel al exporturilor, ceea ce conturează reluarea aportului negativ la creșterea PIB al exporturilor nete începând din acest an.

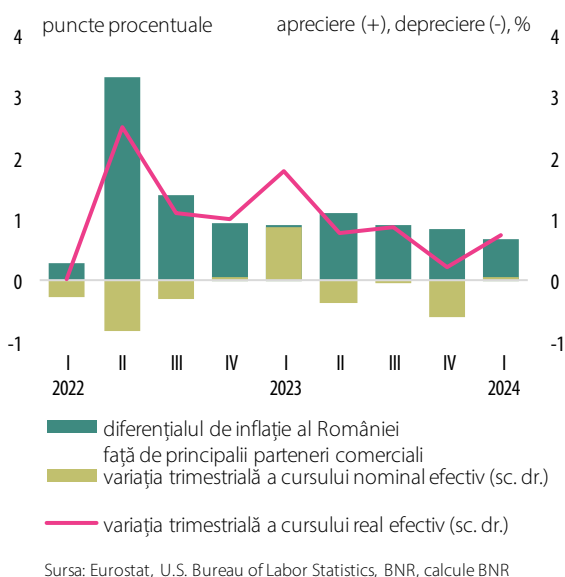
Anul 2023 s-a încheiat cu un deficit de cont curent de 7 la sută din PIB, marcând o corecție de 2,2 puncte procentuale comparativ cu 2022. În anul 2024, ajustarea dezechilibrului extern este evaluată a continua, însă într-un ritm considerabil atenuat. Ulterior, nu este exclusă trenarea acestuia la valori ridicate, pe fondul unei capacități reduse a producției interne de a acomoda cererea excedentară, dar și ca o reflecție a conduitei așteptate a politicii fiscale. Traectoria proiectată a deficitului extern este condiționată de absența unor noi sincope în lanțurile globale de valoare adăugată. Nu este însă exclus ca evoluții nefavorabile din această perspectivă să aibă ca sursă o eventuală exacerbare a tensiunilor geopolitice, cu potențial impact advers asupra prețurilor bunurilor de import și, implicit, asupra cuantumului deficitului de cont curent. În schimb, o contribuție în sens corectiv ar putea proveni din implementarea, în anul 2025, a unui nou pachet de consolidare fiscală. După ce s-a majorat ușor în 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 ipoteza îmbunătățirii intrărilor din CFM 2021-2027. Referitor la investițiile străine directe, deși în temperare față de dinamica extrem de efervescentă a acestora din perioada 2021-2022, acestea 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 nebancari 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 al prognozei 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, menite să favorizeze diminuarea excedentului de cerere agregată din economie și, astfel, readucerea durabilă a ratei anuale a inflației în linie cu ținta, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor

Grafic 4.8. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



inflaționiste 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 stimulativate pe parcursul ultimelor trimestre, iar *gap*-urile acestora sunt anticipate a se resorbi treptat, atingând valori apropiate de cele neutre în a doua parte a intervalului proiecției. Acest parcurs este proiectat în contextul transmisiei deciziilor de politică monetară în dinamica ratelor nominale ale dobânzilor, simultan unei traiectorii descendente a anticipațiilor inflaționiste. Cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.8) va continua să imprime anumite efecte restrictive competitivității prin preț a produselor românești, cu impact transmis prin intermediul canalului exporturilor nete (aceste efecte sunt, însă,

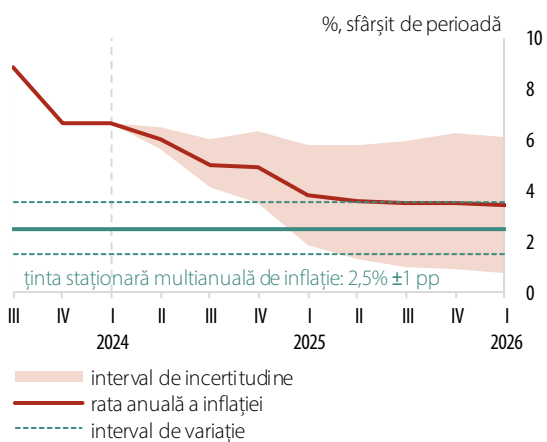
relativ mai atenuate comparativ cu *Raportul anterior*). Aportul cursului de schimb real efectiv este evaluat în contextul aprecierii în termeni reali a monedei naționale, asociată efectului dominant al poziționării ratei interne a inflației peste cea a partenerilor comerciali.

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 atingerea, recent, a unui 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 ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază, reflectând cu precădere posibila acțiune nefavorabilă a unor eventuale noi șocuri de natura ofertei (Grafic 4.9), a căror plauzibilitate a sporit, în contextul exacerbării tensiunilor geopolitice pe plan internațional. În schimb, o eventuală comprimare a activității economice la nivel global este anticipată a avea o tracțiune dezinflaționistă. Pe plan intern, riscuri relevante provin din partea conduitei viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri.

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

Până la acest moment, efectele directe în plan economic ale evoluțiilor din Orientul Mijlociu au fost relativ atenuate. În schimb, odată cu escaladarea recentă a tensiunilor dintre Iran și Israel, conflictul din acest areal a căpătat noi valențe, context în care riscul extinderii tensiunilor geopolitice s-a accentuat. Pe acest fundal, nu este exclusă perturbarea semnificativă a funcționării piețelor internaționale, inclusiv în contextul unor noi sincope în lanțurile globale de valoare adăugată. În plus, reconfigurarea rutelor de transport ar îngreuna logistica și ar putea conduce la costuri suplimentare suportate de companii, posibil a fi transferate, în funcție de magnitudinea și persistența acestora, în prețurile finale ale bunurilor și serviciilor.

Perturbări ori întreruperi ale tranzitului maritim derulat prin Marea Roșie (strâmtoarea Bab el-Mandeb) și Golful Persic (strâmtoarea Ormuz) ar avea rezonanță

îndeosebi asupra cotațiilor materiilor prime energetice, prețul petrolului fiind, probabil, primul susceptibil de a resimți cele mai ample efecte. Posibile șocuri de ofertă sunt atribuite inclusiv evoluțiilor din Iran (fie în urma introducerii unor sancțiuni mai stricte din partea UE sau a SUA ori în eventualitatea unor atacuri israeliene asupra infrastructurii energetice). Astfel, deciziile viitoare ale OPEC+ privind producția de petrol capătă, în noul context, o importanță sporită. În schimb, riscurile asociate evoluțiilor prețurilor gazelor naturale s-au atenuat, în contextul temperaturilor favorabile înregistrate care au facilitat menținerea stocurilor la niveluri înalte la finele sezonului rece.

În același timp, își reconfirmă importanța implicațiile economice ale războiului ruso-ucrainean. Introducerea recentă a unor sancțiuni de către Statele Unite și Marea Britanie privind livrările de metale din Rusia (aluminiu, nichel și cupru) ar putea avea un efect perturbator pe piețele internaționale de profil, cu potențial impact inflaționist.

Șocurilor având drept sursă tensiunile geopolitice multiple li se adaugă și cele provenind din partea unor factori naturali. Nu este exclusă o tranziție relativ rapidă de la fenomenul El Niño la cel intitulat La Niña, de natură să inducă posibile condiții meteorologice extreme, cu impact advers asupra producției bunurilor agroalimentare (îndeosebi produse cerealiere). Pe termen mediu, riscuri sunt atribuite schimbărilor climatice, atât efectelor directe ce le sunt asociate, cât și, în special în Europa, în ceea ce privește măsurile active de combatere a acestora, având un potențial inflaționist cel puțin în perioada implementării acestor măsuri. De exemplu, presiuni inflaționiste suplimentare ar putea fi ocazionate de politici mai restrictive menite să accelereze tranziția verde, nefiind excluse costuri de producție suplimentare translatate în prețurile finale ale bunurilor și serviciilor.

Factorii de natura cererii sunt evaluați a-și menține tracțiunea mai curând dezinflaționistă. Dat fiind contextul internațional care rămâne caracterizat de o

anumită fragilitate, sunt posibile amplificări ale nivelului de incertitudine resimțit de consumatori și investitori, chiar și fragmentări ale comerțului internațional, ce ar putea conduce, în cele din urmă, la comprimarea cererii agregate de la nivel global. În context regional, efecte de propagare mai ample asupra economiei naționale ar proveni din partea Germaniei, principalul partener comercial al României, în eventualitatea persistenței evoluțiilor economice modeste din perioadele recente. În ansamblu, incertitudini sunt asociate progresului în ceea ce privește procesul dezinflaționist, condiționând calibrarea viitoare a politicii monetare de către principalele bănci centrale și cele din regiune.

Pe plan intern, conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri constituie o sursă majoră de riscuri la adresa traiectoriei ratei inflației, cu riscuri în amplificare în special în acest an, caracterizat prin suprapunerea mai multor runde succesive de alegeri. Adoptarea unor noi măsuri de consolidare fiscală pentru a asigura corectarea deficitului excesiv apare drept probabilă, însă în acest moment lipsesc detaliile concrete privind compoziția, parametrii și momentul intrării în vigoare ale acestora, care să permită includerea lor în scenariul de bază. Dacă pe termen mediu, indiferent de conținutul pachetului de consolidare fiscală, efectele asupra cadrului macroeconomic ar fi, cel mai probabil, de comprimare a activității economice și, respectiv, de atenuare a presiunilor inflaționiste față de cele din scenariul de bază, pe termen scurt, de până la un an, favorizarea unei anumite combinații de măsuri, cum ar fi noi majorări ale impozitelor indirecte (TVA, accize), ar fi de natură să inducă presiuni inflaționiste suplimentare celor din scenariul de bază. Pentru orizontul temporal imediat, o astfel de evoluție ar putea fi ocazionată inclusiv de adoptarea unor măsuri cu caracter expansionist, în contextul calendarului electoral încărcat din anul 2024.

Coordonatele unui posibil pachet de consolidare fiscală ar putea fi corelate cu noua traiectorie de ajustare a deficitului în curs de negociere de către autoritățile române cu cele europene. În acest context, prezintă o relevanță deosebită transpunerea noului cadru de guvernare fiscală în cazul României, aflată deja în procedură de deficit excesiv încă de pe parcursul anului 2020. Pe termen mediu, abaterea deficitului de la o traiectorie descrescătoare sustenabilă și compatibilă cu cerințele europene ar putea avea repercusiuni asupra primei de risc suveran, inclusiv ca urmare a unor eventuale sancțiuni implicând restricționarea accesului la fonduri europene, cu efecte nefavorabile propagate asupra cursului de schimb al leului și, implicit, asupra ratei inflației. În plus, incertitudini sunt atribuite și comportamentului de adaptare a agenților economici la posibile noi măsuri fiscale.

Și în runda actuală, coordonatele pieței muncii, îndeosebi cele care privesc dinamica câștigurilor salariale, își reconfirmă importanța sporită. Deși o parte dintre riscurile evidențiate în runda precedentă s-au materializat, noi majorări ale salariilor nu pot fi excluse, mai ales în contextul efectelor atât directe, cât și al celor de demonstrație, în special asupra evoluției salariilor din sectorul privat, produse de majorările deja acordate în sectorul public. Pe termen mediu, presiuni inflaționiste au potențialul de a decurge din posibila amplificare a gradului de necorelare între cerințele angajatorilor și pregătirea forței de muncă în cazul anumitor sectoare, îndeosebi în cele finanțate în mod semnificativ din fonduri europene, precum cele legate de „înverzirea” economiei sau de digitalizare.

## 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 nebankare
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
ISD	investiții străine directe
IVU	indicele valorii unitare
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
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	42
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	46
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

## Lista graficelor din text

---

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Efecte de bază pe segmentul energie electrică	16
Grafic 1.3	Prețul combustibililor	16
Grafic 1.4	Prețurile principalelor mărfuri agroalimentare	16
Grafic 1.5	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	17
Grafic 1.6	Anticipații privind evoluția prețurilor	17
Grafic 1.7	IAPC mediu anual în UE – mar. 2024	18
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	19
Grafic 2.2	Consumul populației	20
Grafic 2.3	Construcții	22
Grafic 2.4	Investiții, exclusiv construcții	22
Grafic 2.5	Comerțul exterior	23
Grafic 2.6	Contul curent	23
Grafic 2.7	Productivitatea muncii pe ansamblul economiei	24
Grafic 2.8	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industria prelucrătoare	24
Grafic 2.9	Efectivul salariaților din economie	25
Grafic 2.10	Gradul de tensionare a pieței muncii	26
Grafic 2.11	Evoluția salariului mediu brut pe economie	26
Grafic 2.12	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	28
Grafic 2.13	Prețurile producției industriale pentru piața internă	29
Grafic 2.14	Prețurile producției agricole	30
Grafic 2.15	Costurile unitare cu forța de muncă	31
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	32
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	38
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	39
Grafic 3.5	Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației	39
Grafic 3.6	Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare	40
Grafic 3.7	Cursul de schimb nominal	40

Grafic 3.8	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	41
Grafic 3.9	Principalele componente ale masei monetare	43
Grafic 3.10	Creditul acordat sectorului privat pe monede	43
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	48
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	50
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	51
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor LFO	51
Grafic 4.7	Gap-ul PIB	54
Grafic 4.8	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	57
Grafic 4.9	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	58

