

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației noiembrie 2024

Anul XX, nr. 78

Raport asupra inflației

Noiembrie 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 tabelor a fost indicată numai atunci când acestea au fost furnizate de alte instituții.

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune online)

Cuvânt înainte

Asigurarea și menținerea stabilității prețurilor constituie obiectivul fundamental al Băncii Naționale a României, politica monetară implementându-se, începând cu luna august 2005, în contextul strategiei de țintire directă a inflației. În cadrul acesteia, comunicarea activă a autorității monetare cu publicul deține un rol esențial, principalul instrument utilizat în acest scop de 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 8 noiembrie 2024, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 29 octombrie 2024.

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

Cuprins

Sinteză	7
<hr/>	
1. Evoluția inflației	15
<hr/>	
2. Evoluții ale activității economice	19
<hr/>	
1. Cererea și oferta	19
Caseta 1. Impactul inflaționist al deficitului de forță de muncă	26
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	32
2.1. Prețurile de import	32
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	33
3. Politica monetară și evoluții financiare	36
<hr/>	
1. Politica monetară	36
2. Piețe financiare și evoluții monetare	40
2.1. Ratele dobânzilor	41
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	44
2.3. Moneda și creditul	46
4. Perspectivele inflației	49
<hr/>	
1. Scenariul de bază	49
1.1. Ipoteze externe	49
1.2. Perspectivele inflației	51
Caseta 2. Efectul profiturilor asupra dinamicii salariale	53
Caseta 3. Spirala prețuri-salarii: o abordare bazată pe metodologia <i>Macro-at-Risk</i>	59
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	63
2. Riscuri asociate proiecției	68
Abrevieri	72
Lista tabelor din text	73
Lista graficelor din text	73

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC s-a redus până la 4,62 la sută la finele trimestrului III 2024, nivel inferior cu 0,32 puncte procentuale celui atins în luna iunie. Traectoria descendentă a fost susținută, în principal, de componente exogene ale coșului de consum, în contextul unor efecte statistice favorabile, dar și al unor evoluții benigne pe piața petrolului. În schimb, factori precum seceta severă sau unele probleme conjuncturale manifestate la nivel regional pe piața energiei electrice, alături de o dinamică salarială alertă, care alimentează presiuni pe latura costurilor, au imprimat procesului dezinflaționist un caracter mai lent. Încetinirea a fost vizibilă mai ales în cazul inflației de bază, rata anuală a indicatorului înregistrând o valoare de 5,6 la sută în septembrie, față de 5,7 la sută cu trei luni în urmă. Rata medie anuală a inflației și-a continuat parcursul descrescător în trimestrul III, coborând la 6,1 la sută în cazul indicelui calculat conform metodologiei naționale (IPC) și, respectiv, la 6,4 la sută în cazul indicatorului calculat conform structurii armonizate (IAPC). Astfel, corecția de pe parcursul trimestrului III a fost de aproximativ 1 punct procentual în cazul ambilor indicatori. Cu toate acestea, ecartul față de inflația medie din Uniunea Europeană a fost de 3,6 puncte procentuale, mai redus cu doar 0,1 puncte procentuale decât cel consemnat la finele trimestrului precedent, evoluție ce continuă să evidențieze un proces dezinflaționist ușor mai atenuat în cazul României.

După creșterea observată în luna august, la 5,8 la sută, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a reluat scăderea în luna septembrie, când a înregistrat un nivel de 5,6 la sută. Astfel, pe ansamblul trimestrului, indicatorul a consemnat un declin modest, de doar 0,1 puncte procentuale. Trimestrul III a pus în evidență o evoluție divergentă a subcomponentelor inflației de bază, cu decelerări vizibile în cazul ratei anuale a inflației bunurilor nealimentare și, respectiv, a serviciilor, în timp ce ritmul de creștere a prețurilor bunurilor alimentare a înregistrat o ușoară reaccelerare. Cu toate acestea, diferența dintre nivelurile celor trei subindici rămâne considerabilă. În timp ce în cazul bunurilor nealimentare și, respectiv, al serviciilor, ratele anuale continuă să fie apropiate sau chiar să depășească 7 la sută, în cazul bunurilor alimentare, nivelul de 3,4 la sută din septembrie rămâne poziționat în intervalul țintei de inflație. Pentru subcomponentele de servicii și bunuri nealimentare, această evoluție reflectă menținerea la niveluri înalte a presiunilor pe partea costurilor salariale și, respectiv, disiparea doar graduală a presiunilor din partea prețurilor bunurilor din import. Totodată, în timp ce așteptările privind inflația ale agenților economici au înregistrat ușoare majorări în ultimele luni, care vizează preponderent orizontul scurt de timp, presiunile din partea excedentului de cerere agregată s-au atenuat, pe fondul încetinirii vizibile a activității economice în primele trei trimestre ale anului.

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei se menține alertă din perspectivă istorică, deși în trimestrul II s-a temperat ușor, până la

19,5 la sută (-2,3 puncte procentuale față de trimestrul anterior), în principal pe fondul reducerii ritmului remunerării pe salariat (până la 16,2 la sută, -1,5 puncte procentuale), dar și al unei scăderi mai temperate a productivității muncii (de la -3,4 la sută în primele trei luni ale anului curent, la -2,7 la sută în trimestrul II). Majoritatea sectoarelor economice au contribuit la temperarea dinamicii agregate a ULC, cu excepția sectorului public. În industrie, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare a accelerat până la 17,6 la sută în intervalul iulie-august (de la 15,8 la sută în trimestrul II), dinamica salarială menținându-se ridicată (inclusiv în condițiile majorării salariului minim brut în iulie) în ciuda contracției în termeni anuali a producției și a reducerilor prefigurate de personal.

Politica monetară în perioada parcursă de la data Raportului precedent

În ședința din 7 august 2024, Consiliul de administrație al BNR a hotărât reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută pe an, de la 6,75 la sută pe an. Ratele dobânzilor facilităților permanente au fost, de asemenea, reduse la 5,50 la sută pe an în cazul celei de depozit și la 7,50 la sută pe an în cazul celei de creditare (*Lombard*). Rata anuală a inflației a continuat să se reducă în iunie 2024, coborând la 4,94 la sută, sub nivelul prognozat, ca urmare a scăderilor de dinamică consemnate de inflația de bază și de prețul combustibililor, contrabalansate parțial ca impact de creșterea prețului gazelor naturale. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accelerat descreșterea în trimestrul II, inclusiv în raport cu previziunile, coborând la 5,7 la sută în iunie. Decelerarea a avut ca determinanți și în acest interval efecte de bază dezinflaționiste și corecții descendente ale cotațiilor mărfurilor. Influențe suplimentare au decurs din scăderea dinamicii prețurilor importurilor și din reintrarea pe un trend ușor descrescător a așteptărilor inflaționiste pe termen scurt. În sens opus au acționat moderat majorările de costuri unitare cu forța de muncă consemnate în primele luni ale anului curent, transferate, cel puțin parțial, asupra unor prețuri de consum, inclusiv pe fondul unei cereri robuste de bunuri.

Incertitudini și riscuri mari decurgeau din conduita politicii fiscale și a celei de venituri, având în vedere, pe de o parte, execuția bugetară din primele șase luni ale anului, dinamica salariilor din sectorul public și impactul integral al noii legi a pensiilor, iar, pe de altă parte, măsurile fiscal-bugetare ce ar putea fi implementate în perspectivă în scopul continuării consolidării bugetare, în contextul *Planului bugetar-structural național pe termen mediu*. O sursă de incertitudini și riscuri însemnate rămăneau, de asemenea, condițiile de pe piața muncii și dinamica salariilor din economie. Totodată, incertitudini semnificative erau asociate evoluției prețurilor energiei și alimentelor, pe fondul modificărilor legislative și al secetei prelungite din acest an, precum și traiectoriei viitoare a cotației țiteiului, în contextul tensiunilor geopolitice. Incertitudini și riscuri la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau să genereze și războiul din Ucraina și conflictul din Orientul Mijlociu, precum și evoluțiile economice din Europa. Totodată, absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, este condiționată de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte. Aceasta este însă esențială pentru realizarea reformelor structurale necesare, inclusiv a tranziției energetice,

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

Ulterior, rata anuală a inflației s-a mărit în iulie la 5,42 la sută, de la 4,94 la sută în luna iunie, și a scăzut în august la 5,10 la sută. Avansul față de finele semestrului I era rezultatul accelerării creșterii prețurilor alimentelor și energiei, pe fondul secetei severe și al majorării tarifelor de distribuție pentru gaze naturale, ce a devansat ca impact noile scăderi de dinamică consemnate de prețurile administrate și de prețul combustibililor, sub influența unor efecte de bază și a descreșterii cotației țițeiului. În același timp, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a întrerupt trendul descendent, urcând în august la 5,8 la sută, de la 5,7 la sută în iunie. Evoluția era atribuibilă unui efect statistic nefavorabil manifestat pe segmentul alimentelor procesate și majorării cotațiilor unor mărfuri agroalimentare, precum și costurilor salariale crescute, transferate cel puțin parțial, asupra unor prețuri de consum, inclusiv pe fondul așteptărilor inflaționiste pe termen scurt încă înalte și al cererii solide de bunuri. Acțiunea acestor factori a fost în mare parte contrabalansată de efectele de bază dezinflaționiste de la nivelul subcomponentelor non-alimentare și de scăderea dinamicii prețurilor importurilor. La rândul său, activitatea economică înregistrase în trimestrul II 2024 un ritm de creștere sub așteptările formulate în *Raportul* anterior, marcând, probabil, o continuare a restrângerii excedentului de cerere agregată în acest interval, contrar previziunilor. Față de aceeași perioadă a anului trecut, avansul PIB s-a mărit totuși în trimestrul II 2024, la 0,9 la sută, de la 0,5 la sută în trimestrul precedent, în principal ca urmare a saltului consemnat de dinamica anuală a consumului gospodăriilor populației. În același timp, creșterea formării brute de capital fix a rămas robustă, deși a continuat să încetinească în raport cu trimestrul anterior. În schimb, evoluția exportului net și-a mărit substanțial influența contracționistă, în condițiile în care volumul importurilor de bunuri și servicii și-a accelerat creșterea, în timp ce volumul exporturilor și-a prelungit declinul în termeni anuali. Drept urmare, deficitul balanței comerciale și cel de cont curent au înregistrat o amplă creștere de dinamică, ce a fost accentuată în cazul celui din urmă de atenuarea evoluțiilor favorabile provenind din partea soldului balanței veniturilor secundare, sub influența evoluției fondurilor europene de natura contului curent.

La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 4 octombrie 2024, cele mai recente evaluări indicau că rata anuală a inflației va scădea până la finele anului curent pe o traiectorie fluctuantă și mai ridicată decât cea evidențiată în prognoza pe termen mediu din luna august 2024. Descreșterea era antrenată prioritar de efecte de bază și de decelerarea creșterii prețurilor importurilor, în timp ce în sens opus continuau să acționeze condițiile meteorologice nefavorabile din acest an și majorarea cotațiilor unor mărfuri, în principal prin efectele exercitate asupra dinamicilor prețurilor alimentelor și energiei. Factorii de risc și incertitudine identificați anterior rămăneau relevanți.

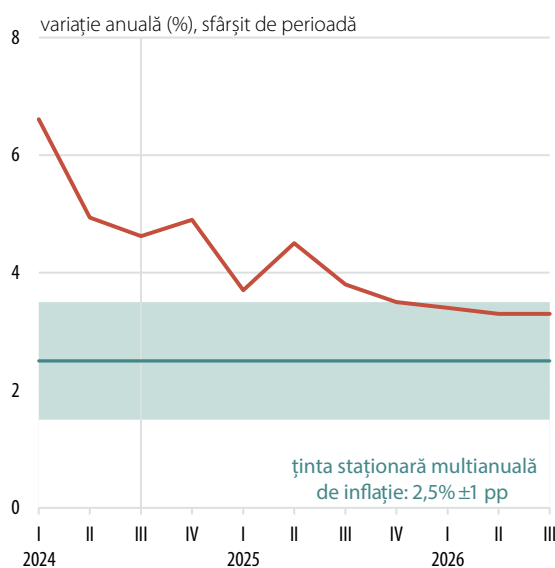
Pe baza evaluărilor și a datelor disponibile în acel moment, precum și în condițiile incertitudinilor ridicate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât, în ședința din 4 octombrie 2024, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută pe an. Totodată, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 7,50 la sută pe an și a ratei dobânzii la facilitatea de depozit la

5,50 la sută pe an. 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

Activitatea economică de la nivel global continuă să își revină după multiplele șocuri de ofertă din ultimii ani, însă ritmul de creștere s-a stabilizat la o valoare relativ redusă. La nivel regional, însă, evoluțiile au fost neomogene – de exemplu, în timp ce cererea internă a rămas robustă în SUA, economiile avansate din Europa se confruntă cu

Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

o încetinire a producției industriale și cu niveluri ridicate ale îndatorării. În plus, creșterea economică este în continuare relativ neuniform distribuită între diversele sectoare, fiind afectată diferențiat de condițiile financiare restrictive și de incertitudinile geopolitice semnificative. Totodată, inflația la nivel global a continuat să evolueze pe un trend descrescător, proces favorizat de așteptările bine ancorate și de calibrarea adecvată a politicilor monetare. În Europa, convergența inflației către țintă va fi însă una graduală, pe fondul persistenței perturbărilor din lanțurile de aprovizionare și a tensiunilor geopolitice, precum conflictul din Ucraina și cel din Orientul Mijlociu. În plus, această convergență va fi una diferențiată: în timp ce prețurile bunurilor s-au stabilizat în mare parte, inflația serviciilor este încă ridicată, mai ales în sectoarele care se confruntă cu un deficit al forței de muncă și, pe acest fond, cu presiuni salariale ridicate.

În economiile din Europa Centrală și de Est, inclusiv în România, dinamica inflației s-a plasat atât sub spectrul factorilor cu acțiune globală, cât și al politicilor adoptate pe plan local. În particular, România are nevoie urgentă de consolidare fiscală, pentru a evita accentuarea dezechilibrelor macroeconomice, în special având în vedere procedura oficială de deficit excesiv. Reformele structurale și o ajustare fiscală credibilă sunt esențiale pentru a atinge un deficit bugetar sustenabil și pentru a îmbunătăți perspectivele de creștere pe termen mediu. În acest fel, s-ar minimiza inclusiv riscurile unei eventuale volatilități a fluxurilor de capitaluri din economia noastră, cu potențial efect advers și asupra evoluției prețurilor. Din toate aceste motive, o abordare prudentă în gestionarea politicilor economice este esențială pentru a asigura o redresare economică sustenabilă și, respectiv, pentru atingerea, pe termen mediu, a țintei de inflație.

În prima parte a acestui an, activitatea economică din România a consemnat o încetinire semnificativă de ritm, înregistrând în trimestrul II o dinamică anuală de doar 0,9 la sută (ce a succedat-o pe cea de 0,5 la sută aferentă trimestrului I), comparativ cu un ritm mediu anual de 2,4 la sută în anul 2023. În structură, însă, evoluția a fost marcată de ample divergențe. Astfel, contribuția puternic pozitivă la creșterea economică datorată

în special consumului populației și, în mai mică măsură, formării brute de capital fix, a fost compensată aproape în totalitate de evoluția nefavorabilă a exporturilor nete și de cea a variației stocurilor. Aceasta reflectă, pe de o parte, o politică de venituri extrem de laxă din partea autorităților pe parcursul acestui an, iar pe de altă parte, o serie de probleme structurale persistente ale economiei românești, implicând o insuficiență a ofertei interne în raport cu cererea solvabilă din economie. În consecință, în perioada analizată, cea mai mare parte a cererii interne a continuat să fie acomodată prin importuri; pe acest fond, inclusiv deviația pozitivă a PIB și-a continuat tendința de scădere consemnată și în 2023, urmând să atingă în următoarele două trimestre valori similare și chiar ușor inferioare celor estimate în *Raportul* precedent. Scenariul de bază a fost construit strict pe baza informațiilor certe cunoscute până la momentul finalizării acestuia. În aceste condiții, deși o corecție fiscală începând din anul 2025 este preconizată inclusiv de autorități, absența unor detalii concrete cu privire la pachetul de măsuri ce ar urma să fie aplicat a împiedicat introducerea acestei ipoteze în scenariul de bază. Astfel, în absența unei politici fiscale cu caracter contraciclic în următorii doi ani, *gap*-ul PIB va persista în teritoriul pozitiv.

În primele două trimestre ale anului, FBCF a consemnat o încetinire semnificativă de ritm comparativ cu valorile înregistrate în 2023. Această decelerare a avut ca principal resort evoluția sub așteptări a activității din sectorul construcțiilor, precum și cea din industrie și din serviciile prestate întreprinderilor, sectoare care dețin ponderi importante în valoarea adăugată brută creată în economie. La parcursul FBCF a contribuit și cvasiepuizarea fondurilor europene din cadrul financiar 2014-2020, o rată de absorbție de peste 90 la sută fiind deja atinsă la jumătatea acestui an. Evoluția s-a oglindit și în dinamica investițiilor publice, finanțate preponderent din surse proprii și împrumutate (inclusiv împrumuturi PNRR) și în mult mai mică măsură din fonduri europene de natura granturilor, al căror impact asupra deficitului bugetar este neutru. În plus, deși autoritățile române au încasat, cumulat de la începutul programului, aproximativ 9,4 miliarde euro din fondurile PNRR, utilizarea efectivă a acestora în derularea de programe investiționale a fost relativ modestă, evaluată, pe baza datelor din execuția bugetară, la aproximativ 50 la sută din totalul sumelor atrase. În schimb, surse consistente de finanțare au rămas investițiile străine directe (ISD), însă cuantumul acestora, deși în continuare substanțial mai ridicat decât în perioada pre-pandemică, nu îl depășește totuși pe cel consemnat în perioada comparabilă din anul trecut.

În schimb, consumul privat a consemnat în prima jumătate a acestui an atât dinamici trimestriale, cât și ritmuri anuale de creștere peste cele așteptate, fiind preconizat ca pe ansamblul anului, componenta să redevină principalul determinant al creșterii economice. Impulsionarea consistentă a acestuia a reflectat, după semnalele vizibile deja încă de anul trecut, continuarea consolidării puterii de cumpărare a populației. La aceasta au contribuit dezinflația, efectele generate de o piață a muncii care se menține relativ tensionată, precum și aportul substanțial indus de politicile salariale din sectorul public, de majorările salariului minim, precum și de cele ale transferurilor sociale (în special pensii). Deși creșterea anticipată a veniturilor reale va permite o mai mare flexibilitate în derularea de către populație a cheltuielilor de consum, în perspectivă este esențială atât reechilibrarea cât mai rapidă a dinamicii creșterilor salariale, deja extrem de înalte, cu cea a productivității muncii, cât și cea a cererii interne solvabile cu capacitatea de producție a economiei. Doar respectarea acestor corelații va permite,

pe termen mediu, revenirea treptată a ratei inflației către nivelul țintei, prevenind, totodată, pierderi suplimentare de competitivitate externă ale economiei.

Ulterior corecției de 2,2 puncte procentuale a deficitului de cont curent din 2023 față de 2022, pentru acest an, datele statistice sugerează o nouă amplificare a deficitului extern, cu un set de contribuții mai puțin favorabile din partea majorității subcomponentelor, dar în special din partea balanței comerciale. În dinamică, chiar dacă o parte din evoluția recentă a deficitului extern poate fi asociată unor cauze conjuncturale, cum ar fi, de pildă, creșterile mai semnificative din acest an ale puterii de cumpărare a populației, cu impact și asupra volumului importurilor, evaluările cantitative indică o preponderență a cauzelor structurale în explicarea poziției deficitare externe. În acest sens, se remarcă atât acutizarea unor aspecte legate de competitivitatea externă a produselor românești, cât și o serie de plăți considerabil mai ample asociate acoperirii necesarului de finanțare a deficitului bugetar (de exemplu, plăți în contul investițiilor de portofoliu). Toate aceste evoluții se suprapun unei decelerări vizibile a surselor stabile de finanțare externă, în special fonduri europene nerambursabile. Bineînțeles, reinițierea cât mai rapidă a corecției deficitului extern este condiționată de o ajustare consistentă a deficitului bugetar, precum și de o reimpulsionare a activității economice a partenerilor comerciali din UE, însă în ambele privințe, progresele consemnate până în prezent sunt insuficiente.

Conform scenariului de bază actualizat, ulterior valorii de 4,6 la sută înregistrate în luna septembrie 2024, rata anuală a inflației IPC va urma o traiectorie preponderent descrescătoare, însă ritmul dezinflației este de așteptat să încetinească atât în 2024, cât mai ales în 2025 și 2026. În plus, până în trimestrul II 2025, traiectoria ratei anuale a inflației IPC va fi marcată de unele oscilații, în ambele sensuri, determinate în principal de manifestarea unor efecte de bază – spre exemplu, o ușoară accelerare în ultima parte a anului curent (ca urmare a unor efecte de bază asociate scăderilor de prețuri ale combustibililor în ultimele trei luni ale anului anterior) sau scăderi ale indicatorului la începutul anului viitor, pe fondul ieșirii din baza de calcul a creșterilor de TVA și accize din luna ianuarie 2024. Începând din trimestrul III 2025, indicatorul se va situa sub nivelul de 4 la sută, coborând la 3,5 la sută în luna decembrie 2025, iar în trimestrul I 2026, va reintra și ulterior va rămâne în interiorul intervalului țintei (3,3 la sută atât în luna iulie, cât și în luna septembrie 2026). Pentru sfârșitul anului curent, prognoza de inflație a fost revizuită în sus, la 4,9 la sută, date fiind evoluțiile și perspectivele mai nefavorabile pe segmentul alimentelor, în special grupa LFO, ca urmare a condițiilor meteorologice adverse (secetă prelungită), având un impact și asupra alimentelor procesate din cadrul indicelui CORE2 ajustat. În plus, presiuni mai ample celor proiectate anterior au decurs din dinamici salariale mai ridicate în economie, implicit și costuri mai mari cu forța de muncă, cu impact în special asupra tarifelor serviciilor, componentă intensivă în factorul forță de muncă.

Evoluțiile descrise au avut ca efect revizuirea în sus și a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, ceva mai consistentă pentru luna decembrie 2024 (5,1 la sută, de la 4,6 la sută în cea mai recentă prognoză) și doar moderată pe termen mediu (3,5 la sută în decembrie 2025, față de 3,4 la sută anterior). Cu toate acestea, indicele CORE2 ajustat va continua să reprezinte principalul determinant al scăderii proiectate a ratei anuale a inflației *headline* din următoarele opt trimestre. Spre deosebire de indicele IPC,

afectat de influența componentelor exogene ale coșului, rata anuală a inflației CORE2 ajustat va urma o traiectorie continuu descendentă, susținută de corecția așteptărilor privind inflația, precum și de atenuarea graduală a presiunilor din partea prețurilor bunurilor din import. Totodată, în condițiile resorbirii în cea mai mare parte a excedentului de cerere agregată din economie deja vizibilă pe parcursul acestui an, contribuția *gap*-ului PIB la dinamica inflației de bază se va reduce de o manieră proporțională. În sens invers, dinamica salarială de la nivelul economiei se va menține la niveluri înalte, în decelerare lentă pe intervalul proiecției, pe fondul deficiențelor structurale ale pieței muncii. În structură, dinamica este anticipată în accelerare în 2024 față de 2023 în cazul salariilor din sectorul public și, respectiv, în ușoară decelerare în cazul salariului mediu net din sectorul privat (însă cu ritmuri anuale care persistă peste 10 la sută și în acest an). Un indicator relevant al ratei anuale a inflației IPC este cel calculat la taxe constante, eliminând majorările de accize și TVA operate de autorități. Acesta ar indica niveluri considerabil mai reduse ale ratei anuale a inflației, în special pentru finele acestui an (4 la sută față de 4,9 la sută), în timp ce în 2025, indicatorul s-ar repositiona în intervalul țintei de inflație la finele acestuia (3,3 la sută în luna decembrie).

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

De la precedentul *Raport asupra inflației*, o serie de factori de risc din cei identificați s-au materializat, în particular cei legați de o relativă acutizare a tensiunilor geopolitice din Orientul Mijlociu, în timp ce pe plan intern a fost confirmat, în urma rectificării bugetare din luna septembrie, cuantumul în creștere și semnificativ peste ținta inițială al deficitului bugetar din acest an, iar influența condițiilor meteorologice asupra recoltei agricole s-a dovedit mai nefavorabilă. Chiar și în aceste condiții, balanța evaluată a riscurilor sugerează posibile abateri în sus ale inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază, în special în cazul materializării unor noi șocuri adverse de natura ofertei.

Caracteristicile pieței muncii din România, cu un grad încă relativ ridicat de tensionare, continuă să reprezinte un risc major la adresa proiecției de inflație. Creșterea rapidă a salariilor, alimentată de majorările succesive ale salariului minim și de creșterile salariale semnificative din sectorul public, creează riscul unor presiuni inflaționiste persistente, propagate prin efecte de demonstrație și în sectorul privat și posibil a fi amplificate suplimentar în sectoarele marcate de un deficit mai pronunțat al forței de muncă. O analiză detaliată din cadrul raportului indică posibilitatea ca, în perspectivă, companiile nefinanciare private să absoarbă în marjele de profit o parte din creșterile salariale acordate angajaților acestora, inclusiv pe fondul diminuării prevăzute a excedentului de cerere agregată din economie. Cu toate acestea, în sectorul public este necesară o corecție a dinamicii salariale extrem de ridicate, absolut crucială atât în vederea realizării, în perspectivă, a ajustării bugetare, cât și a facilitării, prin intermediul efectului de demonstrație, a realinierii dinamicii costurilor cu forța de muncă cu cea a productivității muncii.

În acest sens, mixul de politici macroeconomice trebuie să vizeze un control eficient și o reechilibrare între diversele componente ale cererii interne, dominată la acest

moment de dinamica exuberantă a cererii de consum. Astfel, este esențială în special inițierea corecției deficitului bugetar excesiv, implicit calibrarea unei politici fiscale contraciclice, dar care să cuprindă inclusiv derularea reformelor structurale, în special a celor menite să susțină creșterea veniturilor guvernamentale și, totodată, să asigure o reducere a cheltuielilor bugetare. Până la momentul finalizării scenariului de bază al proiecției, autoritățile nu anunțaseră într-o manieră explicită nici dozajul și nici natura măsurilor fiscale posibil a fi adoptate începând din 2025, chiar dacă o versiune aprobată de autorități a *Planului bugetar-structural național pe termen mediu* a indicat ca extrem de probabilă o ajustare bugetară eșalonată pe o perioadă de șapte ani. *Ceteris paribus*, realizarea corecției pe un orizont lung de timp ar implica o diminuare proporțională a efortului mediu anual de consolidare fiscală, în condițiile în care numeroase organisme internaționale recomandă refacerea cât mai rapidă a spațiului fiscal național, pentru asigurarea stabilității pe termen lung într-un context economic global complex. În perspectivă, în cazul României, ajustarea deficitului bugetar se impune cu necesitate, atât din perspectiva angajamentelor României în relația cu Comisia Europeană, cât și din cea a asigurării, pe termen mediu, a unui mix echilibrat între conduita politicii fiscale și cea a politicii monetare.

Riscurile din plan extern reprezintă o sursă majoră de incertitudine în evaluarea perspectivelor inflaționiste, iar BNR monitorizează îndeaproape impactul acestora asupra economiei. Tensiunile geopolitice, în special perspectiva unei potențiale amplificări a tensiunilor din Orientul Mijlociu, dar și persistența războiului din Ucraina, pot contribui la volatilitatea prețurilor energiei, afectând direct rata inflației prin creșterea costurilor de producție și transport. În plus, schimbările climatice amplifică frecvența fenomenelor climaterice extreme, creând presiuni de durată asupra unor piețe critice, cum sunt cele de energie și alimente. Totodată, prin efectele pe care le au asupra lanțurilor de aprovizionare, atât tensiunile geopolitice, cât și fenomenele meteorologice extreme, pot accentua volatilitatea inflației în UE și, implicit, și în România, necesitând o abordare prudentă inclusiv în ce privește formularea politicilor economice.

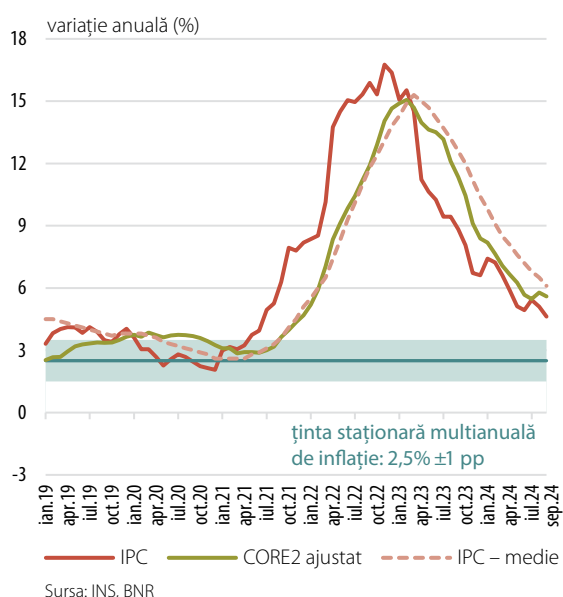
Decizia de politică monetară

Data fiind perspectiva creșterii ușoare a ratei anuale a inflației în ultimele luni din 2024 și a menținerii ei deasupra intervalului țintei și peste valorile anticipate anterior până la finele anului viitor, și având în vedere riscurile și incertitudinile asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 8 noiembrie 2024 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută. Totodată, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 7,50 la sută și a ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 5,50 la sută. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC s-a redus până la 4,62 la sută la finele trimestrului III 2024, nivel inferior cu 0,32 puncte procentuale celui atins cu trei luni în urmă. Traectoria descendentă a fost susținută în bună măsură de componentele exogene ale coșului de consum, în contextul unor efecte statistice favorabile, dar și al unor evoluții benigne pe piața petrolului. Totuși, factori precum seceta severă sau unele probleme conjuncturale manifestate la nivel regional pe piața energiei electrice, alături de o dinamică salarială alertă, care alimentează presiuni pe latura costurilor au imprimat procesului dezinflaționist un caracter mai lent. Pe acest fundal, ajustarea inflației de bază a fost modestă, indicatorul înregistrând o valoare de 5,6 la sută în septembrie față de 5,7 la sută cu trei luni în urmă (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației



Una dintre contribuțiile principale la decelerarea IPC a revenit grupei bunurilor cu prețuri administrate¹, ca urmare a manifestării unui puternic efect de bază, asociat scumpirii medicamentelor în august 2023 (creștere lunară de peste 20 la sută, în contextul actualizării *Catalogului național al prețurilor la medicamentele de uz uman eliberate cu prescripție medicală*).

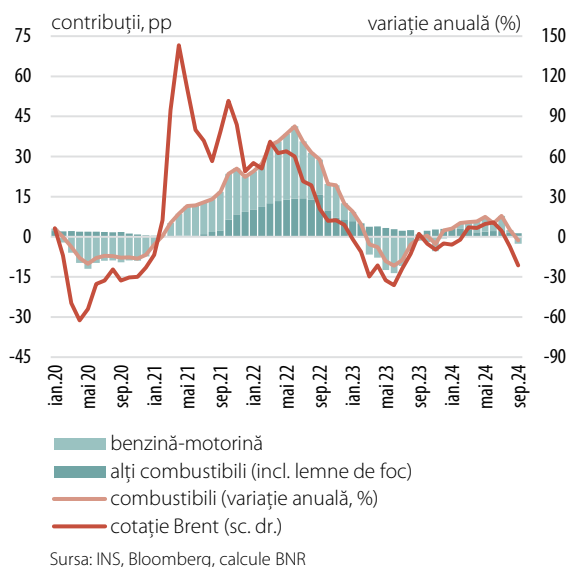
Dezinflația a fost susținută, în egală măsură, de segmentul combustibililor. După creșterea temporară din iulie, determinată de implementarea celei de-a doua tranșe a majorării accizei la carburanți, prețurile benzinei și motorinei au scăzut în celelalte două luni ale trimestrului, inflația anuală a întregului segment ajungând în septembrie în teritoriul negativ (-1,3 la sută). Traectoria a fost imprimată de coborârea cotației Brent de la circa 85 dolari SUA/baril la începutul lunii iulie 2024 până în vecinătatea valorii

de 70 dolari SUA/baril la finele intervalului, într-un context caracterizat de o cerere fragilă, mai ales ca urmare a încetinirii economiei chineze, dar și de o ofertă consistentă, susținută de producția din state precum SUA, Brazilia și Canada (Grafic 1.2).

În cadrul bunurilor energetice, componenta „energie electrică și gaze naturale” a acționat în sens opus, reducându-și ușor amplitudinea variației anuale negative (până la -6,3 la sută). Decisivă în acest sens a fost revenirea tarifelor finale pentru energia electrică

¹ Fără energie electrică și gaze naturale.

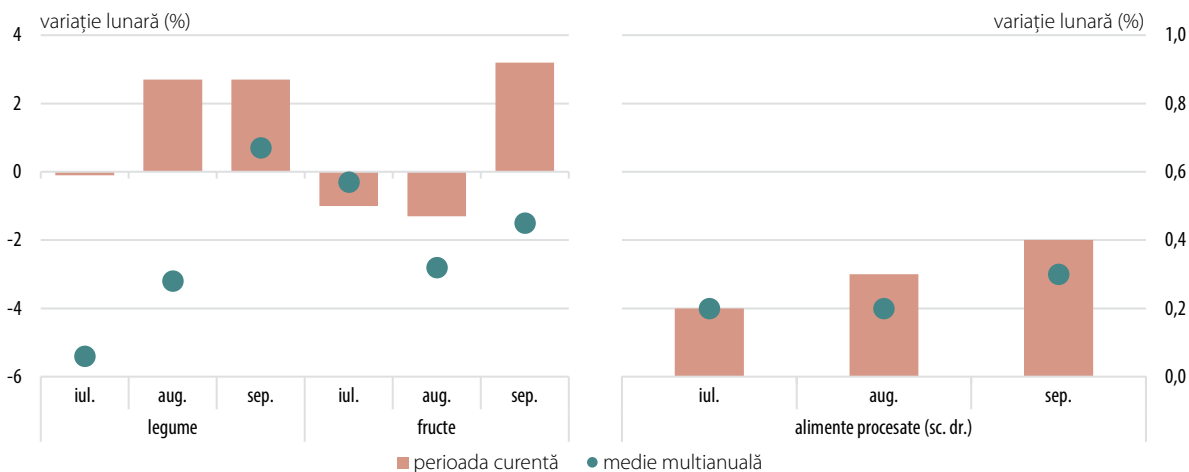
Grafic 1.2. Cotația țițeiului și prețul combustibililor



furnizată gospodăriilor situate în tranșa superioară de consum către plafoanele prevăzute de legislație, pe fundalul unor niveluri ridicate ale cotațiilor pe piața *en gros* internă. Acestea din urmă au fost antrenate, la rândul lor, de vremea secetoasă și caniculară din lunile de vară, care a stimulat cererea și a limitat oferta din surse hidro, dezechilibrul de pe piață fiind accentuat de derularea unor lucrări tehnice la unele unități de producție, dar și de anumite deficiențe în funcționarea pieței integrate de energie la nivel european.

De asemenea, temperaturile excesive și lipsa precipitațiilor din trimestrul III 2024 au afectat culturile agricole, produsele alimentare (atât cele procesate, cât și cele cu prețuri volatile) înregistrând dinamici lunare ale prețurilor net superioare mediilor multianuale (Grafic 1.3).

Grafic 1.3. Prețurile alimentare



Notă: Media multianuală este calculată ca medie aritmetică a variațiilor lunare înregistrate în luna de interes, în fiecare an din perioada 2016-2023 (însă exclude valorile aferente anului 2022, în care variațiile lunare au înregistrat valori extreme ca urmare a conflictului armat din Ucraina, respectiv august 2023, când evoluția prețurilor a fost viciată de introducerea plafonării adaosului comercial pentru unele produse alimentare).

Sursa: INS, calcule BNR

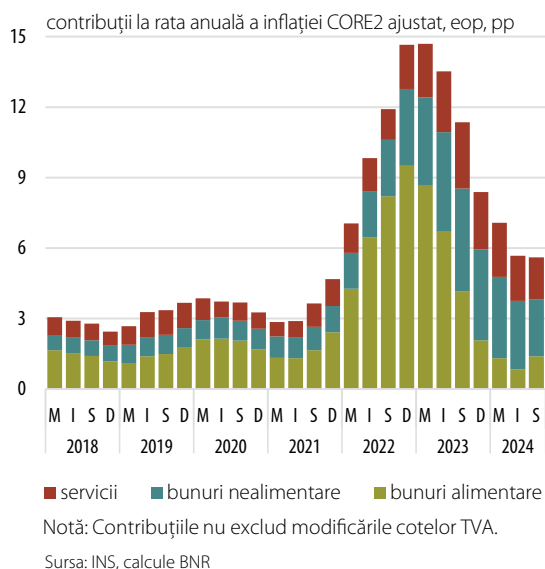
În cazul grupei „legume, fructe, ouă”, variația anuală a urcat la 10,0 la sută în septembrie (de la -3,8 la sută la finele trimestrului anterior), mai ales pe seama legumelor. În ceea ce privește alimentele procesate, rata anuală de creștere a prețurilor și-a întrerupt traiectoria descendentă, majorându-se de la 2,1 la sută la finele trimestrului precedent la 3,4 la sută în septembrie². Deși prețurile de producție interne din industria

² Suplimentar față de evoluțiile curente, variația anuală a prețurilor alimentarelor a fost marcată de un efect statistic nefavorabil, legat de ieșirea din baza de calcul a lunii august 2023, când a fost introdusă măsura de plafonare a adaosului comercial pentru unele produse alimentare de bază, pentru o perioadă de trei luni. La acel moment, efectul a fost notabil, estimările interne sugerând că a condus la reducerea cu circa 0,6 puncte procentuale a variației lunare a IPC. Ulterior însă, prelungirea repetată a schemei a diluat până la anulare răspunsul operatorilor din retail. Mai mult, menținerea măsurii o perioadă mai îndelungată (17 luni, până în decembrie 2024) pare să fi avut o influență negativă asupra inflației *headline*, semnalele din piață indicând transferul pierderilor în marjele unor produse care nu intrau sub incidența acesteia.

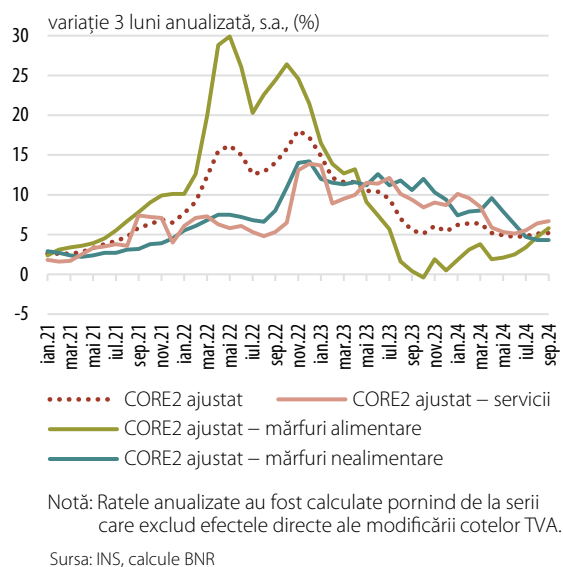
alimentară reflectă deocamdată doar în mică măsură influența secetei severe, este posibil ca operatorii comerciali să fi încorporat deja în prețurile finale de consum așteptările nefavorabile privind recolta sau să folosească acest prilej pentru a transfera presiunile provenite din partea altor tipuri de costuri. Astfel, operatorii din comerțul cu amănuntul s-au confruntat, în perioada recentă, cu creșterea costurilor salariale ample, cu plafonarea adaosului comercial, dar și cu costuri asociate creării cadrului necesar colectării recipientelor reciclabile.

Rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat a consemnat un declin modest, până la 5,6 la sută în luna septembrie 2024, cu susținere din partea evoluțiilor aferente bunurilor nealimentare și serviciilor de piață (Grafic 1.4). În cazul celor dintâi (a căror rată anuală de creștere a prețurilor a coborât la 7 la sută), o mare parte din consumul final este acoperit de importuri, pe această filieră presiunile inflaționiste fiind moderate. Pe de o parte, indicatorul IAPC exclusiv energie din zona euro – măsură care aproximează inflația importată a României – și-a ajustat ușor variația anuală (de la 2,8 la sută în iunie la 2,6 la sută în septembrie), semnalând o dispărare graduală a influențelor inflaționiste. Pe de altă parte, indicii valorii unitare a importurilor (medie mobilă pe trei luni) pentru principalele categorii de produse sunt încă, în multe cazuri, subunitari, însă par să fi depășit punctul minim, ceea ce sugerează un impact favorabil, dar în epuizare treptată. În ceea ce privește serviciile de piață, ritmul de creștere a prețurilor s-a redus până la 7,4 la sută, un rol important revenind restrângerii graduale a cererii pe acest segment, vizibilă în ultimele luni. Totuși, valorile analizate ale inflației sugerează că potențialul dezinflaționist al grupelor bunuri nealimentare și servicii de piață este limitat, dinamica înaltă a salariilor alimentând presiuni pe latura costurilor, dar și consumul (Grafic 1.5).

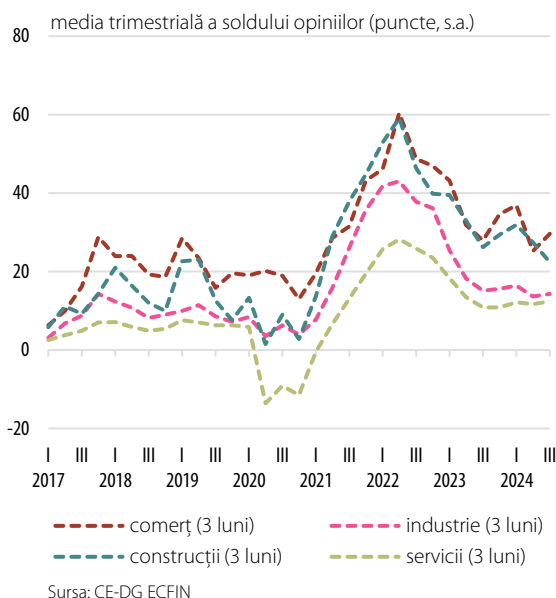
Grafic 1.4. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat



Grafic 1.5. Evoluția inflației de bază CORE2 ajustat

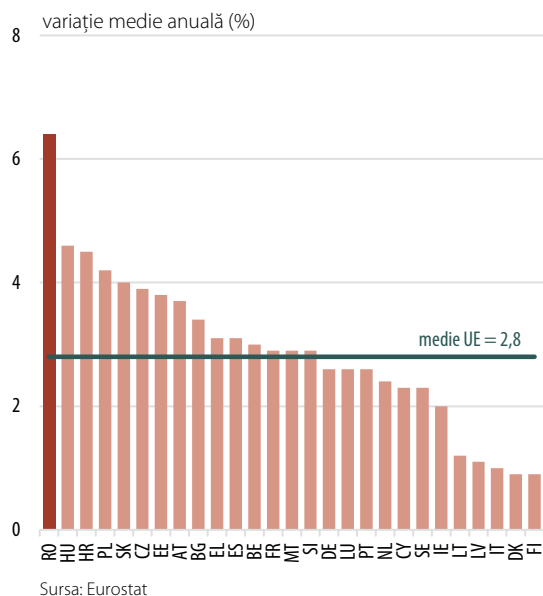


Grafic 1.6. Anticipații privind evoluția prețurilor



La încetinirea dezinflației în al treilea trimestru al anului 2024 a contribuit și caracterul mixt al așteptărilor pe termen scurt privind evoluția prețurilor (Grafic 1.6). Pe de o parte, în servicii și industrie acestea s-au menținut la valori similare celor din intervalul aprilie-iunie, în timp ce în construcții se remarcă chiar o temperare³. Pe de altă parte, operatorii din comerț și-au ajustat ascendent anticipațiile privind evoluția prețurilor, având în vedere costurile în creștere cu care s-au confruntat în ultima perioadă. Totuși, anticipațiile pe orizontul de un an ale analiștilor bancari cu privire la rata anuală a inflației și-au continuat parcursul descendent, situându-se, la finele trimestrului III, în apropierea limitei superioare a intervalului țintei; în ceea ce privește orizontul de doi ani, indicatorul a înregistrat o reducere marginală față de nivelul consemnat la finele trimestrului anterior, intrând însă în intervalul țintei.

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



Exprimată ca medie anuală, rata inflației a continuat traiectoria descendentă: valoarea determinată conform metodologiei naționale a coborât la 6,1 la sută, în timp ce indicatorul calculat pe baza structurii armonizate s-a situat la un nivel de 6,4 la sută în luna septembrie 2024 (-1,1 puncte procentuale, respectiv -0,9 puncte procentuale comparativ cu finele trimestrului precedent). România rămâne însă țara cu cea mai mare rată medie anuală a IAPC în rândul statelor membre ale UE, decalajul față de media europeană (3,6 puncte procentuale în septembrie) micșorându-se marginal față de valoarea înregistrată în iunie (Grafic 1.7).

La finele trimestrului III 2024, nivelul efectiv al ratei anuale a inflației IPC a depășit cu 0,4 puncte procentuale proiecția inclusă în ediția din luna august a *Raportului asupra inflației*, în bună măsură pe seama evoluției grupei alimentelor cu prețuri volatile,

efectul advers al condițiilor meteorologice din lunile de vară asupra culturilor fiind mai puternic decât cel anticipat. Principalul factor cu acțiune contrară a fost scăderea cotației Brent la un nivel inferior celui avut în vedere la momentul realizării proiecției, care a favorizat reducerea prețurilor carburanților.

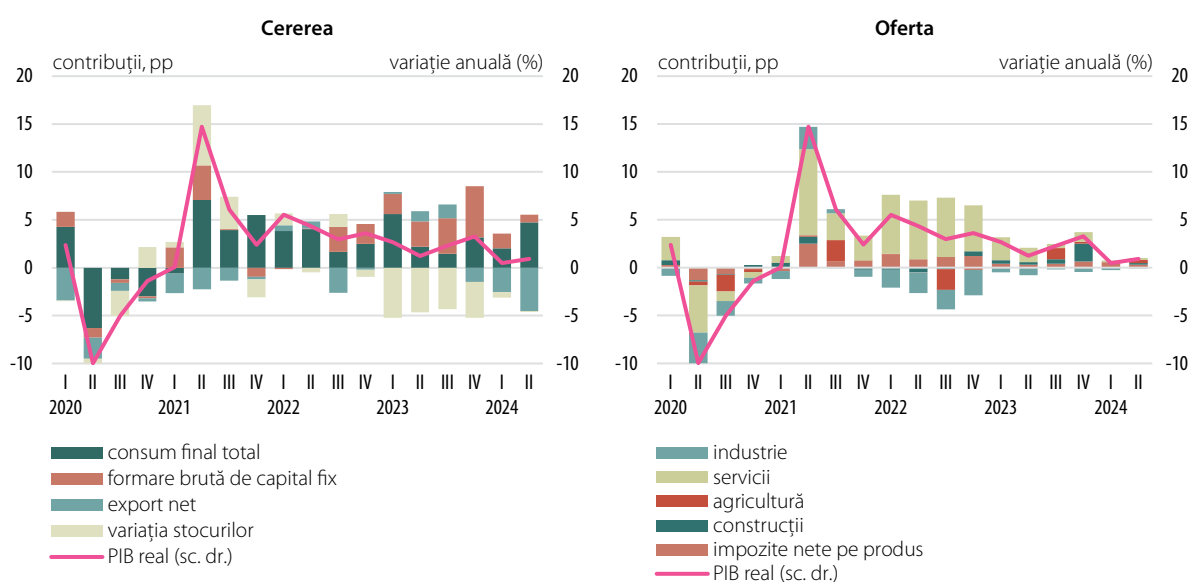
³ Posibil în asociere cu atenuarea presiunii din partea costurilor cu materialele în perioada recentă.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

În trimestrul II, PIB real a păstrat un ritm moderat de creștere (0,9 la sută, variație anuală⁴), cu susținere din partea cererii de consum, în timp ce investițiile au pierdut din suflu, iar cererea externă netă și-a accentuat contribuția negativă (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



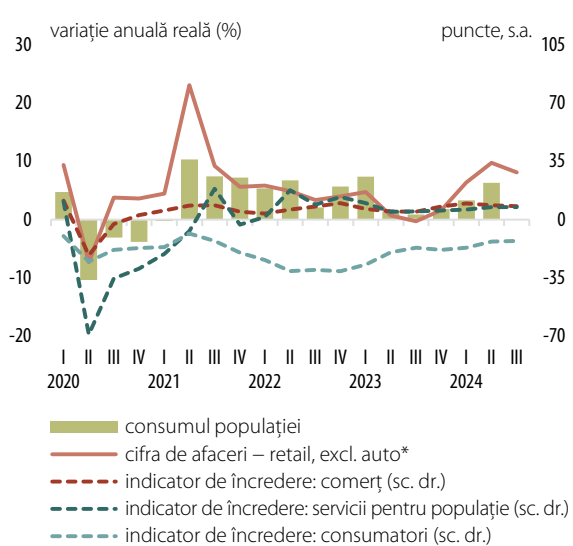
Consumul populației s-a extins cu 6,3 la sută, beneficiind de menținerea dinamicii alerte a veniturilor reale ale populației, alături de o accentuare a interesului pentru credite bancare, impulsionat de relaxarea graduală a condițiilor de finanțare. În același timp, lanțurile moderne de comerț și-au continuat expansiunea, în special pe segmentul magazinelor de tip discount și al celor de proximitate, aceste categorii câștigând de pe urma modificării comportamentului de consum al populației în contextul inflaționist postpandemic, în sensul ajustării descendente a calității bunurilor (*downtrading*) și al majorării frecvenței de cumpărare, concomitent cu scăderea cantităților de produse achiziționate. În aceste condiții, volumul achizițiilor de bunuri a crescut cu 9,8 la sută, traiectorie vizibilă atât pe segmentul alimentar (6,2 la sută), cât și pe cel nealimentar, ritmuri înalte fiind consemnate pentru grupa produselor de bricolaj și dotare a locuințelor, precum și pentru articolele de îmbrăcăminte și încălțăminte. În schimb,

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

vânzările de echipamente informatice și de telecomunicații s-au restrâns cu peste 10 la sută pentru al doilea trimestru consecutiv, iar încasările operatorilor de servicii de piață către populație s-au plasat cu 3,7 la sută sub volumul din trimestrul II 2023.

În perioada imediat următoare, cererea de consum își va păstra probabil ritmul pozitiv, pe fondul prelungirii evoluțiilor stimulative la nivelul puterii de cumpărare și al creditelor de consum. Totuși, o intensificare de ritm este puțin probabilă, după

Grafic 2.2. Consumul populației



cum sugerează ușoara atenuare a indicatorilor de încredere DG ECFIN, aferenți firmelor din comerț și celor de prestări de servicii pentru populație (în trimestrul III, valorile pozitive au scăzut cu 0,5 puncte și respectiv 0,1 puncte față de media trimestrului II), Grafic 2.2. Datele efective cu privire la evoluția cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul în intervalul iulie-august 2024 confirmă aceste așteptări – volumul achizițiilor de bunuri și-a întrerupt creșterea în termeni trimestriali, în timp ce vânzările auto și încasările din servicii și-au păstrat parcursul modest.

Execuția bugetului general consolidat s-a soldat în trimestrul II 2024 cu un deficit de 27,8 miliarde lei (1,6 la sută din PIB), de aproape două ori mai mare decât rezultatul negativ din aceeași perioadă a anului 2023 (14,5 miliarde lei, respectiv 0,9 la sută din PIB). Acesta s-a restrâns însă față de precedentele trei luni, când deficitul bugetar s-a mărit în mod atipic în termeni trimestriali⁵. Restrângerea a fost consecința

majorării veniturilor bugetare⁶ – predominant pe seama încasărilor din impozitul pe profit⁷ și din venituri nefiscale^{8,9} –, care a devansat-o pe cea consemnată de cheltuielile bugetare totale¹⁰, în condițiile creșterii majorității componentelor de natură curentă, cu precădere a celei de personal^{11,12}, dar și ale diminuării cheltuielilor de capital¹³.

⁵ În trimestrul I 2024, execuția bugetară a generat un deficit de 35,9 miliarde lei (2,0 la sută din PIB), în creștere față de cel din ultimul trimestru din 2023 (33,4 miliarde lei, echivalent totuși cu 2,1 la sută din PIB).

⁶ Majorarea a fost inferioară ca amplitudine celei din intervalul similar din 2023, datorită diminuării sumelor primite de la UE, cu impact relativ redus însă asupra variației deficitului bugetar. Pe acest fond, creșterea anuală reală a veniturilor bugetare totale a continuat să decelereze (5,9 la sută, față de 8,1 la sută în trimestrul anterior).

⁷ Acestea au inclus și încasările suplimentare din impozitul minim pe cifra de afaceri.

⁸ Inclusiv cu aportul dividendelor distribuite de entități cu capital de stat.

⁹ Contribuții mai reduse ca amplitudine au adus veniturile din contribuții de asigurări, din impozitul pe salarii și venit și din accize.

¹⁰ Ritmul anual de creștere reală a acestora s-a menținut la un nivel foarte ridicat (13,6 la sută, doar marginal inferior celui de 14,6 la sută înregistrat în primul trimestru).

¹¹ Inclusiv ca urmare a majorărilor salariale acordate prin OUG nr. 19/2024; în acest context, dinamica anuală reală a cheltuielilor de personal s-a cvasidublat față de trimestrul precedent, urcând la un nou maxim post-2019.

¹² În același sens au acționat și majorarea cheltuielilor cu dobânzi, bunuri și servicii, subvenții și a altor cheltuieli – toate înregistrând dinamici anuale reale pozitive și în creștere în raport cu trimestrul precedent –, precum și a cheltuielilor cu proiectele cu finanțare din componenta de împrumut a PNRR.

¹³ În trimestrul I aceste cheltuieli au atins însă un nivel foarte ridicat; de altfel, în termeni anuali reali, cheltuielile de capital au continuat în trimestrul II să se majoreze semnificativ mai rapid decât cheltuielile bugetare totale.

În trimestrul III, execuția bugetară a continuat să se deterioreze, generând un deficit de 32,6 miliarde lei (1,8 la sută din PIB), față de 19,2 miliarde lei (1,2 la sută din PIB) în perioada corespunzătoare a anului trecut.

În aceste condiții, la finele primelor nouă luni din anul curent, deficitul bugetar s-a mărit la 96,2 miliarde lei (5,4 la sută din PIB), depășindu-l cu mult pe cel înregistrat în același interval din 2023, de 56,5 miliarde lei (3,5 la sută din PIB).

Formarea brută de capital fix și-a temperat rata anuală de creștere până la 3,2 la sută, decelerări de ritm înregistrând ambele componente majore – investițiile din construcții și achizițiile de mașini și echipamente¹⁴. Dinamica este posibil să se plaseze la un nivel moderat pozitiv în semestrul II, tabloul principalelor canale de finanțare fiind destul de cenușiu – evoluția modestă a resurselor proprii ale companiilor (în contextul trenării activității din industrie și servicii), temperare a fluxurilor de ISD, absorbție lentă a fondurilor europene.

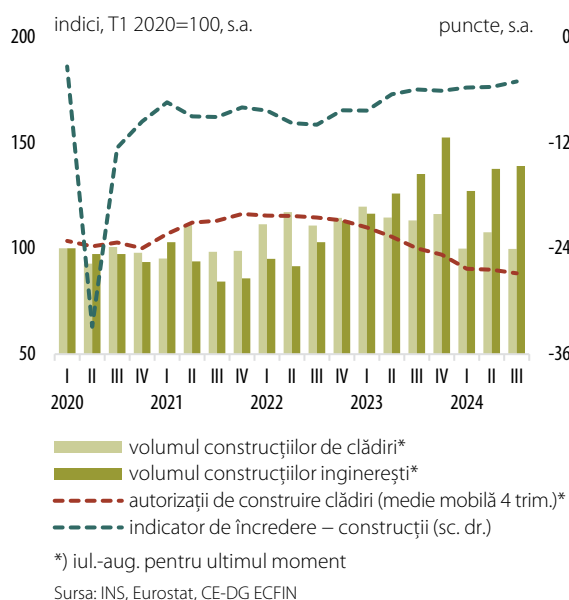
Semnalul oferit de atenuarea ISD, vizibilă pe primele opt luni (scădere anuală a influxurilor nete sub forma participațiilor și a reinvestirii profiturilor¹⁵ cu circa 21 la sută), este în linie cu mesajul din cel mai recent sondaj al AmCham România¹⁶, în sensul în care așteptările investitorilor privind creșterea cifrei de afaceri și a investițiilor în anul 2024 s-au temperat comparativ cu anul anterior. La reducerea optimismului o contribuție semnificativă revine preocupărilor referitoare la pachetul de măsuri care

vizează consolidarea fiscală în următorii ani.

Totodată, valorificarea resurselor de finanțare comunitare alocate României în cadrul celor două exerciții standard multianuale a decurs sub așteptări, sumele absorbite în primele nouă luni din fondurile structurale și de coeziune depășind cu puțin o treime din estimările pentru anul 2024¹⁷. Anumite provocări există și la nivelul utilizării fondurilor alocate prin PNRR – din perspectiva absorbției la sfârșitul anului 2023, România se plasa sub media UE-27 în privința plăților efectuate de CE și a gradului de îndeplinire a jaloanelor și țintelor¹⁸, iar în primele zece luni din anul 2024 nu s-a înregistrat nicio intrare majoră de fonduri; în plus capacitatea administrativă de gestionare a proiectelor de investiții rămâne limitată.

Investițiile în construcții s-au plasat la un nivel asemănător celui din trimestrul II 2023, continuând să fie marcate de traiectorii divergente pe cele două

Grafic 2.3. Construcții



¹⁴ Potrivit seriilor de conturi naționale privind componentele FBFC.

¹⁵ Date estimate, în ultimul caz.

¹⁶ 2024 AmCham Business Barometer – sondajul anual al AmCham România privind calitatea climatului investițional în România, ediția a 6-a, desfășurat în perioada aprilie-mai 2024.

¹⁷ Sursa: Ministerul Finanțelor – *Evoluția fluxurilor financiare dintre România și Uniunea Europeană la 30.09.2024*.

¹⁸ Potrivit *Raportului privind Absorbția fondurilor din Mecanismul de redresare și reziliență* (nr. 13/2024), publicat de Curtea de Conturi Europeană, România primise 21 la sută din sumele alocate și îndeplinesc 14 la sută din numărul obiectivelor asumate (față de 37 la sută și respectiv 19 la sută în medie la nivelul UE-27).

segmente – extindere a lucrărilor ingineresti (vizând proiecte pentru rețele de transport și de utilități publice), respectiv restrângere a construcțiilor imobiliare, afectate de menținerea unor influențe adverse de natura ofertei pe piața proiectelor noi, mai ales rezidențiale (Grafic 2.3). Aceste constrângeri vizează reluarea creșterii costurilor materiale de la începutul anului (cu o anumită temperare în perioada recentă), incertitudini asociate prelungirii problemelor de natură legislativă privind autorizațiile de construire, deficit de personal calificat, cauzat inclusiv de cererea ridicată de lucrători pentru derularea proiectelor de infrastructură. Profilul dihotomic al investițiilor în construcții se va menține probabil pe termen scurt, dinamica pozitivă a lucrărilor ingineresti (posibil stimulată și de inițierea de către guvern a procesului de achitare a facturilor

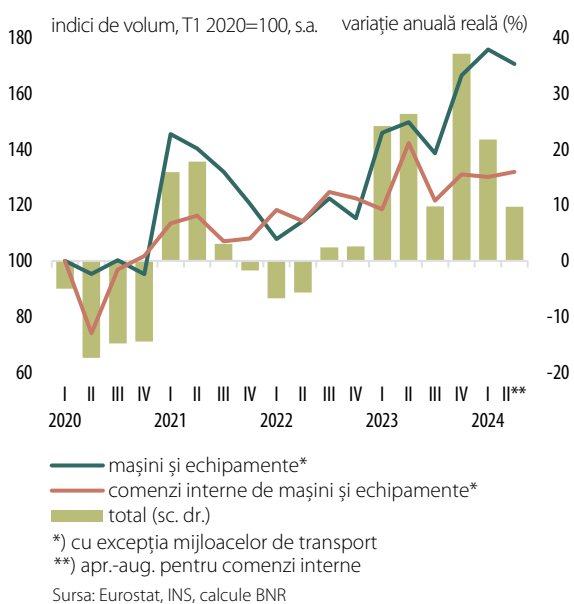
restante către firmele de execuție, pentru continuarea investițiilor finanțate din surse naționale), fiind parțial contrabalansată de evoluția nesatisfăcătoare pe segmentul clădirilor de locuințe (unde suprafața autorizată pentru construire s-a redus cu 18 la sută în perioada septembrie 2023 – august 2024).

Achizițiile de mașini și echipamente s-au majorat cu circa 12 la sută în termeni anuali, însă în acest an ritmurile trimestriale s-au plasat la mai puțin de jumătate din dinamica medie aferentă trimestrelor I-IV 2023. Atenuarea traiectoriei, juxtapusă menținerii unui grad scăzut de utilizare a capacităților de producție în industrie și servicii (plasat, în ambele cazuri, sub media istorică), precum și cvasistagnării portofoliului de comenzi interne adresate industriilor producătoare de bunuri de capital (cu excepția industriei auto) în primele opt luni din 2024, conturează perspectiva unor acumulări de mică amploare la nivelul anului curent (Grafic 2.4).

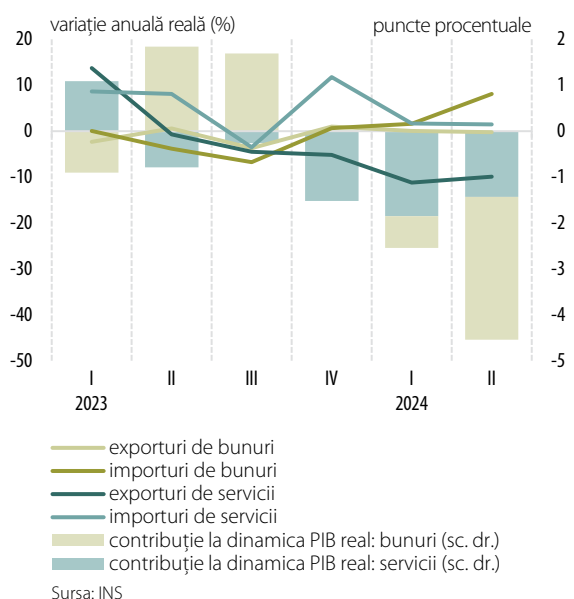
În trimestrul II, contribuția negativă a cererii externe nete la creșterea economică s-a accentuat până la -4,5 puncte procentuale, în condițiile în care exporturile de bunuri și-au restrâns ușor volumul, iar importurile s-au intensificat până la 8,1 la sută în termeni anuali (potrivit datelor de conturi naționale). Deficitul comercial va continua să erodeze dinamica PIB și în viitorul apropiat (Grafic 2.5).

Principalul aport la creșterea în termeni de volum a deficitului bunurilor a aparținut reducerii surplusului comercial de materii prime agricole, pe fondul atenuării efectului pozitiv imprimat de producția satisfăcătoare a anului 2023, în timp ce deteriorarea, în perioada aprilie-mai, a perspectivei privind producția agricolă mondială din acest an este posibil

Grafic 2.4. Investiții, exclusiv construcții



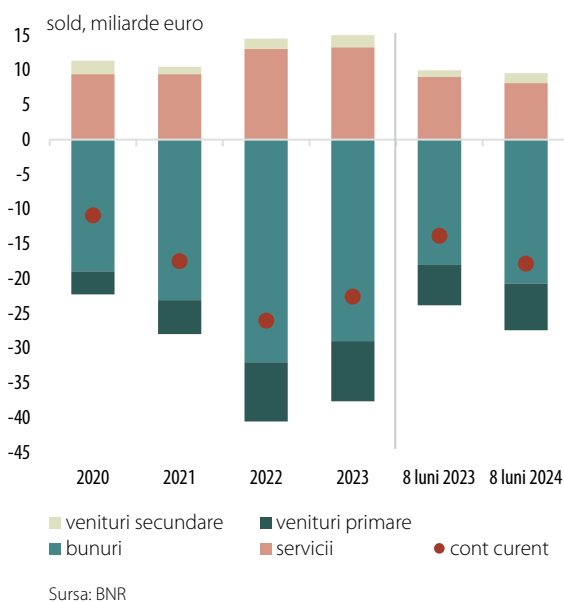
Grafic 2.5. Comerț exterior



să fi creat așteptări în sensul creșterii cotațiilor, concretizate probabil într-o tendință de amânare a momentului vânzării (în trimestrul II, cantitățile exportate s-au redus în termeni anuali cu circa 31 la sută, iar cele importate au crescut cu peste 20 la sută).

Trenarea activității în principalele economii europene a afectat puternic exporturile de produse industriale prelucrate, cu destinație finală (în special bunuri de consum) sau/și intermediară (echipamente electrice, componente electronice etc.). Totodată, acest factor îngreunează redresarea activității în industria chimică (adăugându-se dificultăților induse de traiectoria oscilantă a costurilor cu materiile prime) sau în metalurgie, afectată în plus de presiuni concurențiale din partea ofertei abundente și relativ ieftine de pe piața internațională, cauzată în principal de supraproducția de oțel a Chinei. În consecință, trimestrul II a înregistrat deficite în creștere pentru o serie de bunuri prelucrate în ramurile menționate, al căror efect negativ a fost atenuat totuși de îmbunătățiri ale soldului comercial aferent unor inputuri (reducerea importurilor nete de minereu de fier, cărbune superior, cocs, trecerea pe surplus a balanței gazelor naturale). În ceea ce privește comerțul cu țigări brut și produse petroliere, întreruperea activității unei rafinării importante în perioada martie-mai (ca urmare a derulării unei ample revizii) a contribuit la creșterea importurilor nete de carburanți, parțial compensată de scăderea cumpărărilor de materie primă.

Grafic 2.6. Contul curent



În perioada ianuarie-iulie 2024, decalajul negativ dintre dinamica volumului exporturilor și cea aferentă importurilor de bunuri a fost doar în mică măsură contrabalansat de evoluția favorabilă a componentei de preț (scădere mai pronunțată a IVU în cazul importurilor comparativ cu cel al exporturilor)¹⁹. Evoluția s-a reflectat în majorarea dezechilibrului comercial al balanței de plăți, situație care s-a observat și la nivelul primelor opt luni – deficitul bunurilor s-a adâncit cu 14,6 la sută față de aceeași perioadă din anul anterior, fiind principalul segment responsabil pentru înrăutățirea soldului contului curent (cu circa 29 la sută). O influență negativă a fost exercitată și de reducerea surplusului aferent balanței serviciilor, explicată de adâncirea deficitului din activitatea de turism și transport aerian (pe fondul creșterii veniturilor reale ale populației), precum și prin diminuarea încasărilor nete din IT&C și transport de mărfuri (în bună măsură corelate cu

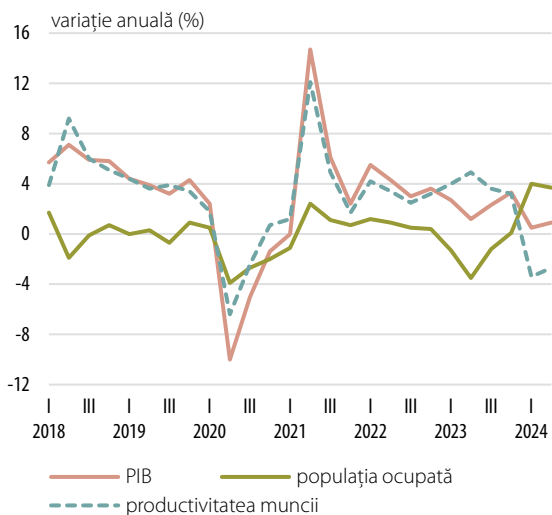
fragilitatea cererii externe). O contribuție suplimentară a revenit contului de venituri primare, ca urmare a creșterii plăților sub forma dividendelor aferente companiilor ISD și a celor de dobânzi pentru titlurile guvernamentale emise pe piața externă (Grafic 2.6).

¹⁹ Calcule pe baza datelor de comerț internațional – clasificare BEC (Sursa: Eurostat).

Productivitatea muncii

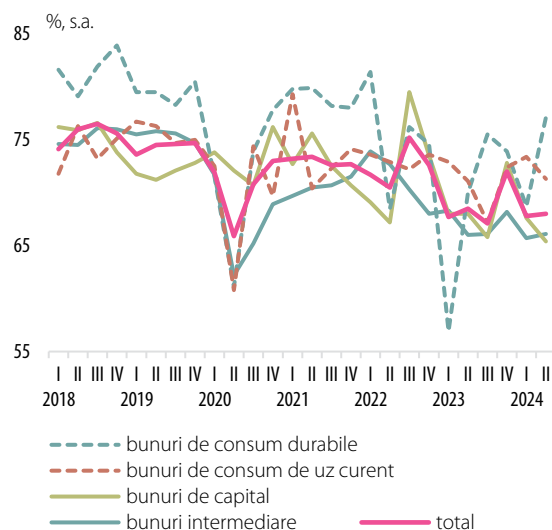
Chiar dacă în ușoară ameliorare față de primele trei luni ale anului, productivitatea muncii pe ansamblul economiei a continuat să se restrângă în trimestrul II (dinamică anuală de -2,7 la sută, comparativ cu -3,4 la sută), Grafic 2.7. Reduceri în termeni anuali

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

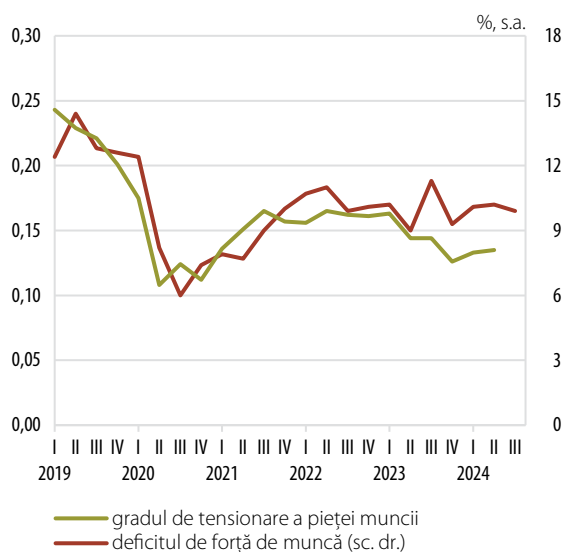
ale indicatorului se observă în cele mai multe activități economice, remarcându-se însă declinul de două cifre din IT, în contextul în care acest domeniu trece printr-o perioadă dificilă la nivel internațional (inclusiv ca urmare a scăderii cererii din partea sectorului industrial); piața internă de profil se bazează mai ales pe *outsourcing*, în condițiile în care digitalizarea economiei locale este în continuare modestă (în serviciile publice aceasta este la un nivel incipient, iar companiile locale implementează soluții digitale în măsură mai mică față de cele din țările avansate).

În industrie, intervalul aprilie-iunie 2024 a marcat al șaptelea trimestru consecutiv de reducere a productivității muncii (-1,7 la sută față de aceeași perioadă a anului precedent), iar cele mai recente date sugerează menținerea tendinței și în trimestrul următor. Dacă pe segmentul bunurilor de consum și, într-o mai mică măsură, pe cel al bunurilor intermediare există unele evoluții favorabile (cerere internă relativ rezilientă, dinamici anuale marginal pozitive ale indicatorilor de producție), situația este semnificativ diferită în cazul bunurilor de capital. În acest sens, industria auto și cea de mașini și echipamente au înregistrat restrângeri ale productivității muncii în termeni anuali în trimestrul II, în linie cu tendințele observate la nivel european, iar peste o treime din capacitatea de producție din ramurile producătoare de bunuri de capital a rămas neutilizată, cea mai ridicată valoare din ultimii 20 de ani (Grafic 2.8).

Pe plan local se disting însă și unele evoluții care au potențialul de a impulsiona întrucâtva indicatorii activității industriale în perioada următoare. Pe de o parte, există semnale de creștere sau extindere a unor capacități de producție (în domenii precum industria farmaceutică, fabricarea echipamentelor

electrice, industria materialelor de construcții, fabricarea cauciucului, industria alimentară și altele). Pe de altă parte, nivelul competitiv al modelelor auto produse local s-a tradus într-o creștere cu aproape 9 la sută a numărului de unități produse în primele opt luni din 2024. În ultimul trimestru al anului urmează să intre în producție

Grafic 2.9. Gradul de tensionare a pieței muncii



un nou SUV la Mioveni, model cu valoare adăugată sporită, care va reprezenta vârful de gamă al mărcii. Totuși, dată fiind magnitudinea șocului resimțit de industria europeană, este de așteptat ca aceste evoluții favorabile să atenueze doar în mică măsură impactul scăderii cererii externe în perioada imediat următoare.

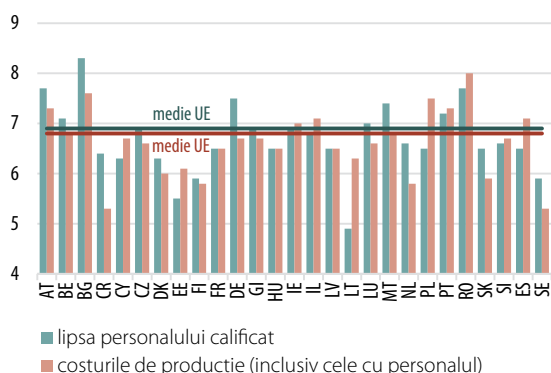
Evoluții pe piața muncii

Principalii indicatori de pe piața muncii semnalează o oarecare detensionare, în linie cu evoluția mai puțin favorabilă a activității economice din anul în curs.

Rata locurilor de muncă vacante a rămas la 0,7 la sută în trimestrul II, iar rata șomajului BIM s-a situat la 5,2 la sută (-0,1 puncte procentuale față de trimestrul anterior); totuși, în intervalul iulie-august datele provizorii pentru rata șomajului indică majorarea indicatorului până la 5,5 la sută.

În perspectivă apropiată, rezultatele sondajului DG ECFIN privind intențiile de recrutare ale companiilor sugerează o temperare a cererii de forță de muncă, indicatorul aferent situându-se la 104 puncte în trimestrul III 2024 (-3,4 puncte față de trimestrul II 2024). Potrivit aceleiași surse, procentul companiilor care reclamă forța de muncă ca factor care le limitează activitatea se menține la un nivel deosebit de scăzut (circa 10 la sută, Grafic 2.9), printre cele mai mici din Uniunea Europeană. Evoluția cvasistagnantă poate semnala însă descurajarea companiilor de a mai menționa acest factor. Potrivit unei surse alternative de date (sondajul ECB SAFE privind accesul la finanțare al companiilor din Uniunea Europeană), firmele din România percep lipsa personalului calificat, dar și costurile de producție (inclusiv cele cu personalul) ca fiind cele mai presante probleme pentru activitatea lor – scorurile înregistrate sunt mai ridicate comparativ cu alte state ale UE (Grafic 2.10), dar și raportat la alți factori menționați în sondaj (accesul la finanțare, competiția, evoluția cererii, cadrul legislativ) (Casetă 1).

Grafic 2.10. Principalele probleme întâmpinate de companii în desfășurarea activității



Caseta 1. Impactul inflaționist al deficitului de forță de muncă

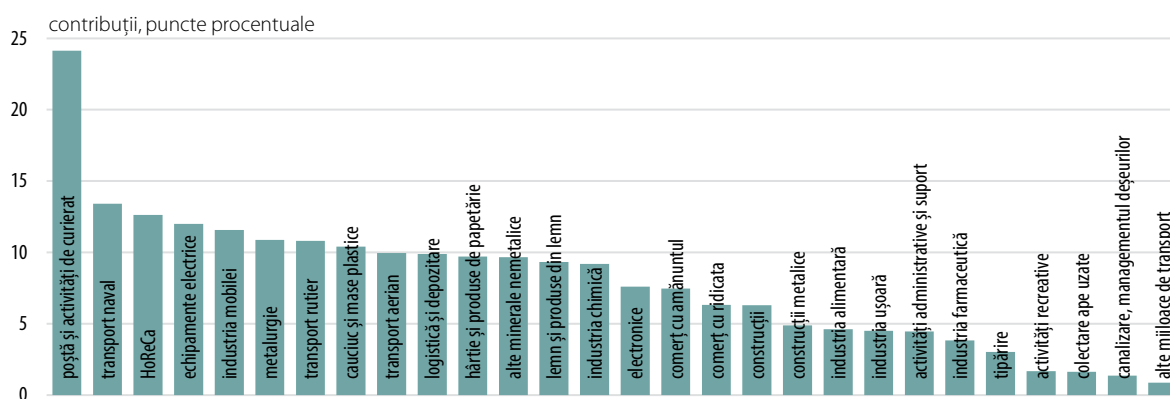
Pregătirea necorespunzătoare a candidaților disponibili, dar și traiectoria în continuă descreștere a populației în vârstă de muncă din economia românească, imprimată inclusiv de o rată ridicată a emigrării, afectează echilibrul de pe piața muncii, companiile locale întâmpinând dificultăți importante atunci când sunt nevoite să-și reîntregească ori să își extindă schemele de personal. Salariile sunt, de regulă, primele care se ajustează pentru a închide ecartul dintre cererea și oferta de forță de muncă, evoluții care ulterior se reflectă, prin intermediul costurilor marginale, în dinamica prețurilor. Analiza de față, utilizând date de sondaj la nivel de firmă, urmărește într-o primă etapă să cuantifice efectele deficitului de forță de muncă asupra dinamicilor reale ale salariilor la nivel de ramură a economiei. Ulterior, acestea sunt introduse într-un model multisectorial de echilibru general care dispune de mecanisme specifice pentru a conecta evoluțiile de pe piața muncii cu cele ale prețurilor de consum.

Deficitul de forță de muncă reprezintă diferența dintre nevoia de personal cu o calificare potrivită și candidații disponibili la nivelul de piață al salariului real. Acesta este surprins doar parțial cu ajutorul indicatorilor macroeconomici specifici (rata locurilor de muncă vacante, indicatorul de tensionare a pieței muncii), firmele apelând și la alte strategii (training, investiții în capital, eficientizarea proceselor) pentru acoperirea nevoii respective, atunci când costul marginal asociat extinderii numărului de angajați depășește beneficiul marginal aferent. În acest context, datele la nivel de firmă pot oferi o imagine mai apropiată de percepția reală a angajatorilor cu privire la constrângerile asociate disponibilității de personal calificat. Lucrări din literatura de specialitate care utilizează exclusiv date de sondaj relevă o ofertă salarială mai consistentă din partea firmelor care resimt un deficit mai acut al forței de muncă calificate, comparativ cu celelalte entități din economie (a se vedea, de exemplu, Frohm, 2021 și Kölling, 2022). Totodată, percepția companiilor cu privire la deficiențele în termeni de forță de muncă se modifică lent în timp, traiectoria putând fi, în bună măsură, explicată de factori structurali, cum ar fi rata de participare, nivelul de educație, oferta de forță de muncă la nivel regional (Healy *et al.*, 2015, Groiss și Sondermann, 2023), precum și de schimbările tehnologice, care accentuează fenomenul de *skill mismatch*, în special în zonele de competențe ridicate (Acemoglu și Autor, 2011). Evoluțiile ciclice pot deveni și ele relevante, companiile ajustându-și ascendent efortul de căutare, politica salarială sau în sens descendent cerințele cu privire la nivelul competențelor atunci când sunt nevoite să-și extindă personalul pentru a acoperi o cerere în creștere pentru produsele sale (Carrillo-Tudela *et al.*, 2023), rezultanta abordărilor menționate fiind creșterea costurilor salariale. Totuși, și în cazul datelor de sondaj, există o anumită probabilitate ca o entitate economică să evalueze imprecis faptul că se confruntă cu un deficit de forță de muncă, în realitate neavând posibilitatea de a oferi un salariu și/sau condiții de muncă suficient de ridicate pentru a atrage forța de muncă care dispune de competențele necesare (Brunello și Wruuck, 2021).

Datele utilizate pentru estimarea efectelor asupra dinamicii salariale ale deficitului de forță de muncă la nivelul sectoarelor economiei naționale provin din *Sondajul privind accesul la finanțare al companiilor nefinanțate din România* realizat de către

BNR bianual, care include informații din anul 2017 până în primul semestru din 2024, cu excepția anului 2022, când întrebarea referitoare la disponibilitatea forței de muncă calificate nu a fost inclusă în ancheta statistică. Observațiile din sondaj au fost coroborate cu datele bilanțiere ale firmelor furnizate de către Ministerul de Finanțe (disponibile doar până în 2023), baza de date astfel construită vizând, pe lângă dinamica anuală a salariului mediu plătit de o anumită firmă, și alți indicatori care constituie variabile de control în cadrul modelului de regresie. Din acest punct de vedere, Caseta de față continuă analiza întreprinsă de către BNR (2024)²⁰ unde se estimează, pentru perioada 2017-2021, o dinamică a costurilor salariale per angajat cu circa 7 puncte procentuale mai ridicată, în medie, în cazul firmelor care se confruntă cu deficit de forță de muncă, mai ales calificată.

Grafic A. Efectul asupra dinamicii salariale sectoriale asociat deficitului de forță de muncă



Notă: În grafic sunt reprezentate doar sectoarele unde efectul deficitului de forță de muncă asupra salariilor este semnificativ din punct de vedere statistic. Impactul reprezentat grafic rezultă din ajustarea coeficientului estimat cu relevanța firmelor pentru fiecare sector de activitate în funcție de numărul de angajați al acestora. Pe fondul unui eșantion de firme relativ redus, evaluările economice au fost realizate pentru fiecare secțiune CAEN, cu excepția industriei unde s-a folosit clasificarea de mari grupe industriale și a comerțului cu ridicata și a ramurii de restaurante, unde sectorul a fost definit la nivel de diviziune CAEN. Estimările au fost realizate utilizând un model econometric cu variabile instrumentale, similar cu Groiss și Sondermann, 2023. Variabilele de control folosite vizează: salariul mediu și numărul de angajați din perioada anterioară, creșterea productivității muncii, vârsta firmei, trendul anual și efectele fixe sectoriale definite la nivel de diviziune CAEN.

Sursa: Ministerul Finanțelor, BNR, calcule și estimări BNR

Creșterile medii ale salariilor la nivelul sectoarelor economiei naționale imprimate de lipsa de forță de muncă calificată sunt reprezentate în Graficul A. Cel mai amplu impact se remarcă în ramura „poșta și curierat”, activitate caracterizată, pe de o parte, de utilizarea intensivă a forței de muncă, iar pe de altă parte, de majorarea susținută a cererii în contextul extinderii comerțului online. Factori similari favorizează creșterea salariilor și pe segmentul restaurantelor, în cazul acestuia adăugându-se și distrugerea capacităților de producție din perioada pandemiei, a căror refacere impune costuri suplimentare pentru atragerea forței de muncă disponibile din alte zone ale economiei. Pentru celelalte domenii de activitate, numitorul comun este, cel mai probabil, lipsa unor potențiali angajați care posedă competențe specifice din sfera celor tehnice sau digitale – o astfel de tendință se observă în majoritatea economiilor europene (Cedfop, 2024).

²⁰ Caseta „Efectul deficitului de forță de muncă asupra dinamicii salariale și numărului de angajați”, publicată în *Raportul asupra inflației* din luna august 2024.

Următoarea etapă a analizei presupune utilizarea unui model structural de echilibru general care include legături input-output între sectoarele economiei naționale, cadrul teoretic fiind în bună măsură similar celui propus de Smets *et al.* (2018). În cadrul acestor tipuri de modele, evoluții aparent benigne la nivelul unor sectoare economice de mici dimensiuni, dar poziționate în fazele incipiente ale lanțului de producție, pot genera efecte macroeconomice consistente, rețelele amplificând șocurile pe latura ofertei resimțite de către producători (Carvalho și Tahbaz-Salehi, 2019). Totodată, cadrul teoretic încorporează și mecanisme specifice economiilor deschise, fiecare ramură de activitate având propria pondere a importurilor de bunuri intermediare. Din perspectiva procesului de producție, modelul simulează relațiile surprinse de tabelele input-output simetrice ale economiei românești, permițând totodată transmiterea șocurilor atât în aval, cât și în amonte în cadrul lanțurilor de producție.

Piața muncii este considerată a fi segmentată, în sensul în care ponderea forței de muncă alocate fiecărui sector economic rămâne fixă, relația dintre șomeri și angajatori fiind guvernată de fricțiuni de tip *search-and-matching*, la care se adaugă un mecanism endogen de separare, care permite firmei să concedieze un nou-angajat dacă acesta are un nivel al productivității insuficient de ridicat. Parametrii modelului sunt calibrați utilizând un set extins de date, care vizează tabele input-output, distribuția forței de muncă în plan sectorial, rate de angajare, date bilanțiere și de prețuri la nivel de firmă, date de conturi naționale etc²¹. Din perspectiva dimensiunii sectoriale, modelul simulează o economie cu 42 de sectoare, definite la nivel de diviziune și secțiune CAEN.

Literatura de specialitate oferă indicii solide care sugerează o conexiune importantă și de sens contrar între deficitul de forță de muncă și eficiența pieței muncii (Carrillo-Tudela *et al.*, 2023, Groiss și Sondermann, 2023), ceea ce oferă posibilitatea utilizării estimărilor micro în cadrul modelului, în sensul în care dinamica salarială ridicată generată în model de variația eficienței pieței muncii va fi asociată deficitului de forță de muncă²². Se presupune, astfel, că rata angajărilor se poate reduce independent de numărul de posturi vacante și de cel al șomerilor, în contextul prezenței altor factori care pot genera o potrivire mai dificilă între cele două categorii (cum ar fi, ridicarea standardelor de recrutare). O reducere a eficienței pieței muncii determină o scădere a probabilității ca firmele să își mărească schema de personal, acestea devenind, într-o primă fază, descurajate în a anunța locuri de muncă vacante²³. Rata de angajare relativ redusă, de aproximativ

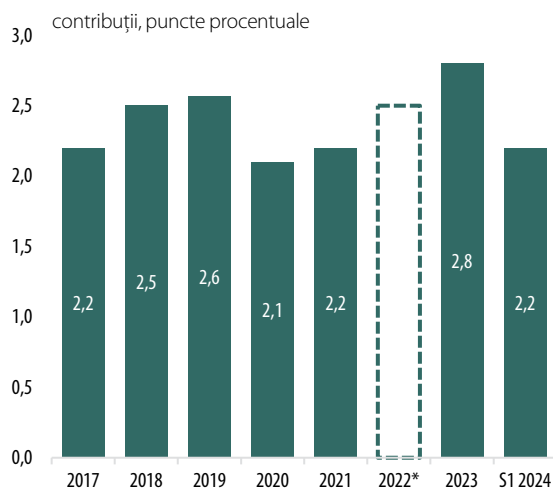
²¹ În cazul anumitor parametri care nu au putut fi estimați sau calibrați pe baza datelor statistice existente, aceștia au fost preluați de la Copaciu *et al.*, 2016, unde se estimează pentru economia locală un model care prezintă mecanisme similare celui utilizat în această analiză, dar care presupune doar două sectoare de activitate, clasificate în funcție de monedă în care se împrumută firmele.

²² Secvența de șocuri asociată procesului de eficiență a pieței muncii a fost obținută prin fixarea la nivelul unui singur an a dinamicii costurilor salariale sectoriale și rularea filtrului Kalman într-un context în care rata dobânzii de politică monetară rămâne neschimbată. Ulterior, toate șocurile sunt introduse simultan și modelul este simulat în *perfect foresight* pentru a ține cont de efectele neliniare, cele asociate rețelelor având o contribuție importantă. Această abordare presupune, totodată, că agenții din economie cunosc întreaga structură a șocurilor, ipoteza fiind fezabilă dată fiind componenta structurală dominantă a fenomenului studiat.

²³ O contribuție importantă la această traiectorie revine duratei de echilibru de peste patru luni în care un post rămâne vacant, valoare în linie cu calibrările din literatură (Ravenna și Walsh, 2008) și ușor inferioară evidențelor anecdotice culese de firmele de recrutare a forței de muncă, care sugerează o perioadă de aproape șase luni. O valoare mai ridicată determină prevalența fenomenului de descurajare a firmei de a afișa locuri de muncă vacante.

1,5 la sută (conform celor mai recente date Eurostat privind tranziția de la statutul de șomer la cel de angajat în perioada 2022-2023), contribuie și ea la această evoluție. Ulterior, odată cu majorarea importanței marginale a angajaților, firmele încep să afișeze noi posturi vacante până la un nivel superior numărului de șomeri, ceea ce conduce la tensionarea pieței muncii. În acest context, potențate inclusiv de complementaritatea dintre factorul muncă și capital²⁴, cheltuielile cu forța de muncă se măresc. Mai departe, aceste evoluții se reflectă în costurile marginale, care, date fiind frecvențele ridicate de modificare a prețurilor, se transferă relativ rapid asupra celor de producție, care sunt apoi preluate și amplificate în cadrul rețelelor de producție, conducând astfel la majorarea ratei inflației (potrivit datelor la nivel de firmă, durata medie specificată în model este de trei luni, sectorul serviciilor prezentând prețuri semnificativ mai rigide comparativ cu cel industrial).

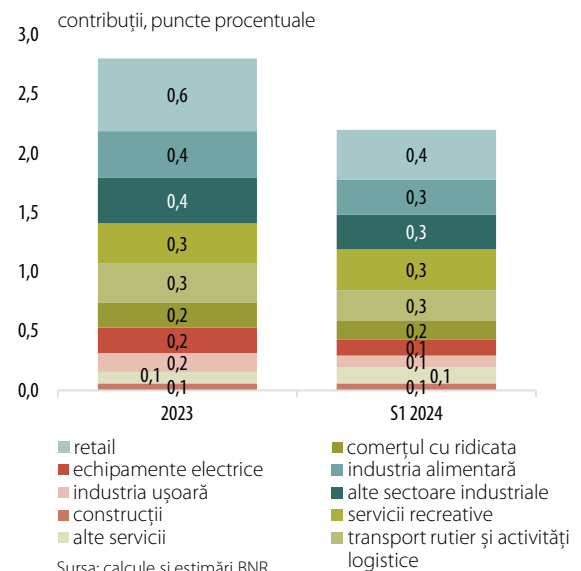
Grafic B. Impactul asupra ratei inflației al deficitului de forță de muncă



*) valoare interpolată din cauza lipsei datelor

Sursa: estimări BNR

Grafic C. Contribuția deficitului de forță de muncă sectorial la majorarea ratei inflației



Sursa: calcule și estimări BNR

Rezultatele obținute indică faptul că deficitul de forță de muncă din economia românească a ridicat inflația cu aproximativ 2,8²⁵ puncte procentuale în 2023, anul în care se atinge cea mai înaltă contribuție în intervalul de timp studiat (Grafic B); cadrul teoretic indică un coeficient de transmisie de aproximativ 30 la sută de la creșterea salariilor reale la rata anuală a inflației. Ulterior, odată cu așteptări mai favorabile cu privire la disponibilitatea forței de muncă în prima jumătate a anului 2024, atribuite, într-o anumită măsură, temperării activității economice, impactul asupra ratei inflației s-a redus până la circa 2,2 puncte procentuale. În același timp, se observă o reziliență a efectului asociat deficitului de forță de muncă, care persistă deasupra pragului de 2,0 la sută, ceea ce sugerează dominanța factorilor structurali ai pieței muncii.

²⁴ În cadrul de modelului, funcția de producție este de tipul *nested constant elasticity of substitution* care include două elasticități de substituție, una care guvernează raportul dintre capital și muncă, iar cea de a doua dintre capital-muncă și consumul intermediar. Elasticitățile de substituție au fost estimate utilizând date la nivel de firmă și populație (ABF).

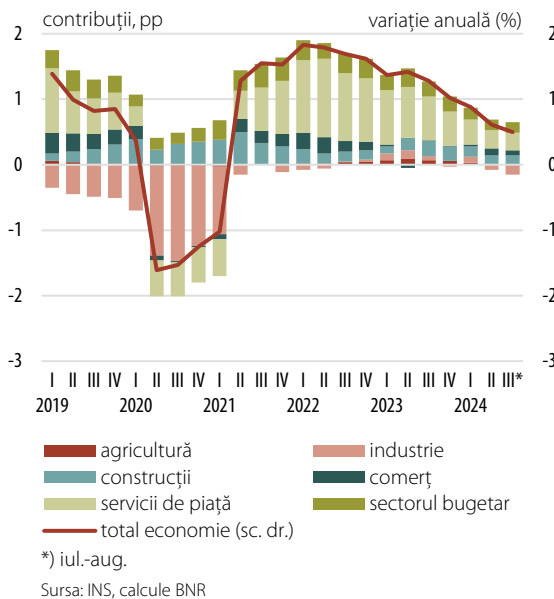
²⁵ Ball et al. 2022 evaluează tensionarea condițiilor de pe piața muncii asupra ratei anuale a inflației din SUA la circa 2 puncte procentuale în perioada ianuarie 2021 – septembrie 2022.

Cu toate că efectul deficitului de forță de muncă afectează majoritatea ramurilor economiei naționale, doar anumite segmente prezintă o relevanță sporită pentru prețurile de consum (Grafic C). Contribuții importante revin comerțului cu amănuntul și serviciilor recreative – circa 1 punct procentual în 2023, respectiv 0,8 puncte procentuale în prima jumătate din 2024. Influențe importante au, de asemenea, industria alimentară, industria ușoară și cea de fabricare a echipamentelor electrice, această din urmă ramură producând numeroase tipuri de utilaje folosite la nivelul segmentelor producătoare de bunuri de consum. Într-o manieră similară se propagă și efectele inflaționiste provenite din zona activităților de transport rutier, logistică și depozitate sau a comerțului cu ridicata.

Referințe

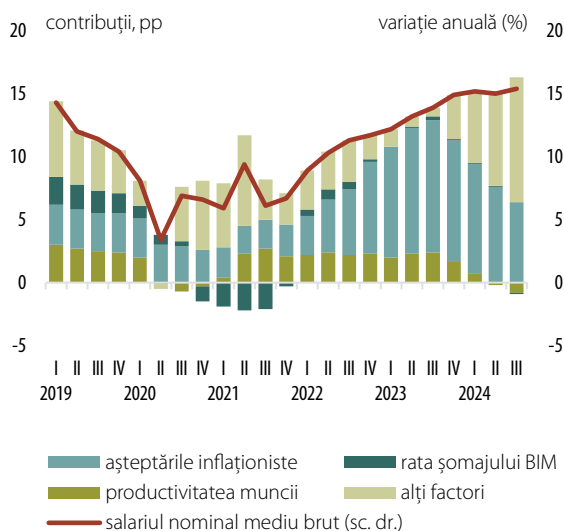
- Acemoglu, D. și Autor, D. – „Skills, tasks and technologies: Implications for employment and earnings”, *Handbook of Labor Economics*, Capitol 12, Vol. 4(B), 2011, pp. 1043-1171
- Ball, M. L., Leigh, D. și Mishra, P. – „Understanding U.S. inflation during the COVID era”, *NBER Working Paper Series*, No. 30613, 2022
- Brunello, G. și Wruuck, P. – „Skill shortages and skill mismatch: A review of the literature”, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 35(4), 2021, pp. 1145-1167
- Carrillo-Tudela, C., Gartner, H. și Kaas, L. – „Recruitment policies, job-filling rates, and matching efficiency”, *Journal of The European Economic Association*, Vol. 21(6), 2023, pp. 2413-2459
- Carvalho, V. și Tahbaz-Salehi, A. – „Production networks: A primer”, CEPR Discussion Paper, No. DP13421, 2019
- Cedefop – „Untangling labour shortages in Europe: Unmet skill demand or bad jobs?”, *Cedefop Working Paper Series*, No. 20, 2024
- Copaciu, M., Nalban, V. și Bulete, C. – „R.E.M. 2.0 Model DSGE cu euroizare parțială estimat pentru România”, *BNR, Caiete de studii*, nr. 45, 2016
- Frohm, E. – „Labour shortages and wage growth”, *ECB Working Paper Series*, No. 2576, 2021
- Groiss, M. și Sondermann, D. – „Help wanted: The drivers and implications of labour shortages”, *ECB Working Paper Series*, No. 2863, 2023
- Healy, J., Mavromaras, K., Sloane, P. J. – „Adjusting to skill shortages in Australian SMEs”, *Applied Economics*, Vol. 47(24), 2015, pp. 2470-2487
- Kölling, A. – „Shortage of skilled labor, unions and the wage premium: A regression analysis with establishment panel data for Germany”, *Journal of Labor Research*, Vol. 43, 2022, pp. 239-259
- Ravenna, F. și Walsh, C. – „Vacancies, unemployment, and the Phillips curve”, *European Economic Review*, Vol. 52, 2008, pp. 1494-1521
- Smets, F., Tielens, J. și Van Hove, J. – „Pipeline pressures and sectoral inflation dynamics”, *NBB Working Paper Series*, No. 351, 2018

Grafic 2.11. Efectivul salariaților din economie



Dinamica anuală a efectivului de salariați din economie a rămas pozitivă, dar s-a micșorat treptat până la 0,6 la sută în trimestrul II și 0,5 la sută în intervalul iulie-august 2024 (față de 0,9 la sută în trimestrul I 2023), Grafic 2.11. În industrie, dinamica anuală a devenit ușor negativă (-0,6 la sută în iulie-august, față de 0,3 la sută în trimestrul I), restrângerile de personal afectând sectorul auto (pe fondul problemelor sectorului european de profil), dar și industria mobilei și cea ușoară, ca urmare a accentuării presiunii din partea costurilor salariale. De asemenea, variații anuale marginal negative s-au remarcat și în cazul sectorului IT, al activităților profesionale, respectiv în sectorul de transport și depozitare, în timp ce în HoReCa a avut loc o temperare a activității de recrutare. O anumită încetinire a angajărilor a fost remarcată și în construcții, însă dinamica a continuat să se situeze peste nivelul înregistrat pe ansamblul economiei (la circa 1,5 la sută). O revigorare în planul recrutării a fost observată în comerț, în corelație cu extinderea activității pe parcursul anului. În sectorul bugetar dinamica efectivului de salariați s-a menținut la 0,8-0,9 la sută de la începutul anului (în scădere de la 1,2 la sută în 2023).

Grafic 2.12. 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

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

Variațiile sunt aproximate prin diferențe de logaritmi.

Sursa: INS, Eurostat, estimări și prognoze BNR

Ritmul anual de creștere a salariului mediu brut pe economie a revenit în intervalul iulie-august 2024 la o valoare similară celei înregistrate în trimestrul I, respectiv 16,8 la sută (+1 punct procentual față de trimestrul II 2024). Accelerarea a fost imprimată de evoluțiile din sectorul privat, unde variația anuală a urcat până la 16,4 la sută (+1,7 puncte procentuale); în sectorul bugetar dinamica salarială și-a stopat traiectoria ascendentă, însă rămâne alertă (18,1 la sută, -1,7 puncte procentuale). Runderile recente de majorări acordate în luna iunie în învățământ și sănătate, respectiv creșterea salariului minim brut pe economie de la 3 300 de lei la 3 700 de lei din luna iulie (+12,1 la sută), au limitat ajustarea salariilor la noul cadru macroeconomic. Potrivit specificației interne a Curbei Phillips pentru piața muncii (Grafic 2.12), factorii menționați, situați în afara mecanismului

de stabilire a salariilor descris de model, au contribuit semnificativ la dinamica acestora, în condițiile în care atât evoluția nefavorabilă a productivității, cât și diminuarea așteptărilor privind inflația²⁶ ar fi susținut o nouă decelerare.

²⁶ Modelate ca adaptive (rata inflației cu lag de două trimestre).

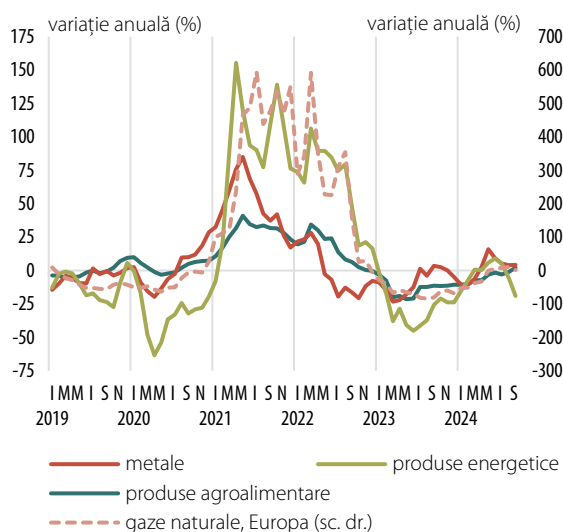
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

În trimestrul II, prețurile de import și cele ale producției industriale și agricole au continuat să consemneze evoluții relativ benigne, similar tendințelor vizibile la nivelul celor mai multe cotații. În lunile iulie și august însă, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a redevenit pozitivă, sub impactul temperaturilor excesive care au favorizat creșteri importante pe segmentul energie electrică. Tendința are potențialul să se consolideze în lunile următoare, în contextul anului agricol nefavorabil și al accentuării presiunilor pe filiera costurilor unitare cu forța de muncă.

2.1. Prețurile de import

În contextul unor semnale de revigorare a cererii, cotațiile materiilor prime au marcat o revenire în trimestrul II, pentru ca ulterior să scadă din nou, odată cu estomparea așteptărilor optimiste (Grafic 2.13). Astfel, avansului anual al indicelui agregat al

Grafic 2.13. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

materiilor prime calculat de Banca Mondială din perioada aprilie-iunie (4,7 la sută) i-a urmat o contracție anuală de -4,1 la sută în trimestrul III. Prețurile bunurilor energetice au evoluat similar – pe parcursul trimestrului II, tensiunile geopolitice și acțiunile OPEC+ au susținut ascensiunea cotației Brent (dinamică anuală de 8,5 la sută), dar în trimestrul următor tendința s-a inversat (-7,6 la sută), pe fondul semnalelor de slăbire a cererii pe piețe importante precum China și SUA²⁷ și al unei producții robuste în statele non-OPEC+.

Pe piața europeană a gazelor naturale, gradul de umplere a depozitelor s-a menținut ridicat, dar unele probleme de aprovizionare cu GNL și existența unui risc de întrerupere a livrărilor din Rusia către UE au condus la temperarea scăderii anuale a cotațiilor în trimestrul II. Ulterior, dinamica anuală a revenit în teritoriul pozitiv (la circa 7 la sută), cu un vârf în luna august, determinat de ofensiva Ucrainei în Rusia,

desfășurată în apropierea unui important nod de transport; acest context a propulsat cotația *spot* TTF (referință la nivel european) până la o medie de circa 190 lei/MWh (de la 160 lei/MWh în intervalul aprilie-iunie).

Prețurile metalelor industriale (inclusiv produse minerale) au înregistrat creșteri în prima parte a trimestrului II, pe fondul unor semnale de redresare a activității industriale la nivel global și al preocupărilor legate de oferta de cupru și aluminiu,

²⁷ Datele economice sub așteptări din China și preocupările legate de o posibilă recesiune în SUA au afectat prețurile petrolului; totuși, pesimismul asociat traiectoriei activității din SUA a fost de scurtă durată.

generate de noile sancțiuni impuse Federației Ruse. Ulterior, încetinirea economiei Chinei, în special în sectorul investițiilor imobiliare, a favorizat temperarea cotațiilor astfel că acestea au consemnat o atenuare a creșterii anuale, până la 4,4 la sută în intervalul iulie-septembrie (o scădere anuală pronunțată având cotația minereului de fier).

La nivelul materiilor prime alimentare, presiunile au rămas relativ scăzute, dar contracția anuală a indicelui FAO s-a atenuat gradual, revenind la valori pozitive la finele trimestrului III, date fiind îngrijorările privind recoltele afectate de valurile de căldură. La nivel global, prognozele USDA privind anul agricol sunt în deteriorare, dar ele atestă în continuare rezultate superioare celor din anul trecut la grâu și plante oleaginoase, o restrângere fiind anticipată la recolta de porumb.

Având în vedere evoluțiile menționate, în trimestrul II indicele valorii unitare a importurilor a urcat cu 2,2 puncte procentuale, rămânând totuși restrâns (97,9 la sută). În asociere cu traiectoria cotațiilor țițeiului și ale metalelor, produsele minerale, cele chimice și metalele comune au consemnat rate anuale negative mai moderate ca amplitudine. Pe latura bunurilor relevante pentru coșul de consum, presiunile au fost limitate pentru sortimentele agroalimentare – valori ale IVU pentru grăsimi și uleiuri, zahăr, produse vegetale compatibile cu contracție în termeni anuali. În schimb, pe segmentul nealimentar, creșterea a fost generalizată, indicii valorii unitare devenind supraunitari.

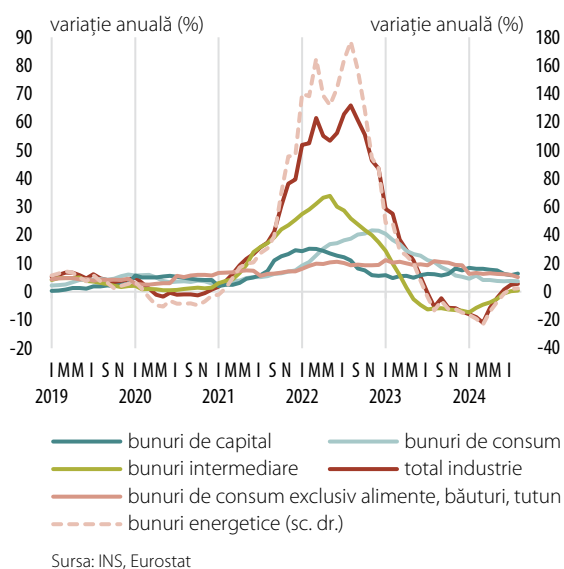
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În perioada iulie-august, variația anuală a prețurilor producției industriale pe piața internă a revenit la valori pozitive (+2,6 la sută, cu 5,1 puncte procentuale peste nivelul consemnat în trimestrul II), cu aportul dominant al segmentului energetic, pe fondul scumpirii energiei electrice. Celelalte grupe de bunuri au înregistrat modificări

modeste de ritm comparativ cu trimestrul II, date fiind presiunile limitate din partea costurilor cu materiile prime neenergetice (Grafic 2.14). Sondajul INS/DG ECFIN din septembrie 2024 indică o anumită stabilitate la nivel agregat din perspectiva evoluției prețurilor de producție (soldul conjunctural s-a plasat la o valoare similară perioadei iulie-august). Totuși, influențe în sens ascendent se resimt pe filiera costurilor unitare cu forța de muncă și au potențialul de a se forma pe cea a materiilor prime agricole, ca urmare a anului agricol nefavorabil.

Dinamica anuală a prețurilor bunurilor energetice s-a majorat în intervalul iulie-august (+10 puncte procentuale, până la 2,2 la sută), cu contribuția exclusivă a ramurii de producție și furnizare de energie electrică, termică și gaze naturale (variație anuală în creștere de la -9,4 la sută în trimestrul II la 3,6 la sută). Pe fondul temperaturilor extrem de

Grafic 2.14. Prețurile producției industriale pentru piața internă



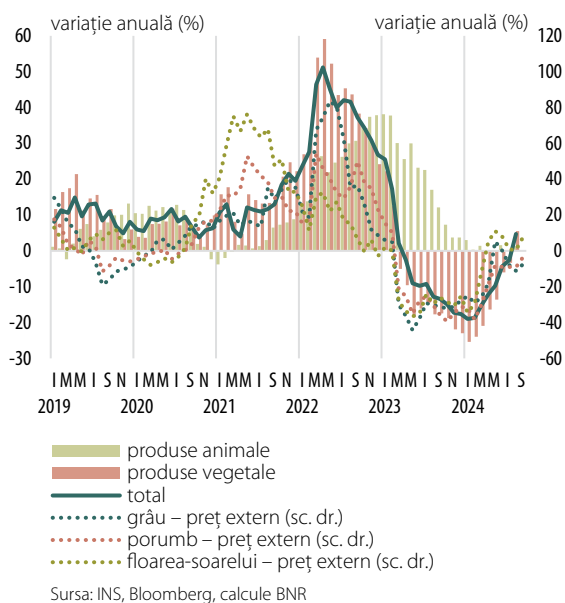
ridicate, piața internă s-a confruntat cu reducerea producției de energie electrică (ca urmare a secetei, dar și a unor lucrări de revizie desfășurate de unele companii energetice locale), creșterea consumului neputând fi acomodată în totalitate din surse interne. Deși există unele progrese în dezvoltarea capacității de producție pe segmentul fotovoltaic, valorificarea potențialului acestei surse de energie depinde în mod esențial de îmbunătățirea semnificativă din punct de vedere tehnic a rețelei de distribuție și de extinderea sistemelor de stocare, ambele necesitând investiții considerabile.

Cotațiile interne *en gros* ale energiei electrice au consemnat în luna iulie vârful ultimelor 18 luni, România devenind una dintre cele mai scumpe piețe la nivel european²⁸, în condițiile în care problemelor sistemice la nivel național li s-au adăugat influențe externe nefavorabile (oprirea unor reactoare în Bulgaria și Slovacia, mentenanța unor linii de interconectare dintre Austria și Ungaria).

În cazul gazelor, gradul însemnat de umplere a depozitelor (peste 80 la sută, apropiat de obiectivul de 90 la sută stabilit pentru 1 noiembrie) s-a reflectat într-o dinamică relativ benignă a cotațiilor (unele presiuni s-au manifestat în luna august, în corelație cu evoluția războiului dintre Rusia și Ucraina). Un aport marginal în sens ascendent a avut majorarea tarifelor de distribuție, începând cu 1 iulie 2024. În ramura de prelucrare a țițeiului, dinamica anuală a prețurilor a trecut în teritoriul negativ (-6,4 la sută în august), în corelație cu mișcarea cotației petrolului pe piețele internaționale.

O contribuție la accelerarea de ritm a prețurilor de producție au avut și bunurile intermediare, reducerea cu 8,6 puncte procentuale a variației anuale negative din

Grafic 2.15. Prețurile producției agricole



industria chimică (-0,2 la sută) fiind asociată unui efect de bază (prețuri mai mici ale gazelor naturale în perioada similară a anului anterior). În industria metalurgică, dinamica anuală a prețurilor a rămas, de asemenea, în teritoriul negativ (-5,5 la sută în iulie-august față de -6,5 la sută în trimestrul I), reflectând evoluția fluctuantă a cotațiilor metalelor – creștere în trimestrul II, pe seama așteptărilor privind revigorarea activității industriale la nivel global, corecție ulterioară, în condițiile în care perspectiva optimistă a fost infirmată.

În schimb, în cazul bunurilor de capital, dinamica anuală a prețurilor de producție s-a temperat ușor (-1,1 puncte procentuale, până la 6,1 la sută), responsabilă fiind industria de fabricare a mijloacelor de transport rutier, în cazul căreia segmentul componentelor auto resimte influența scăderii globale a comenzilor de autovehicule.

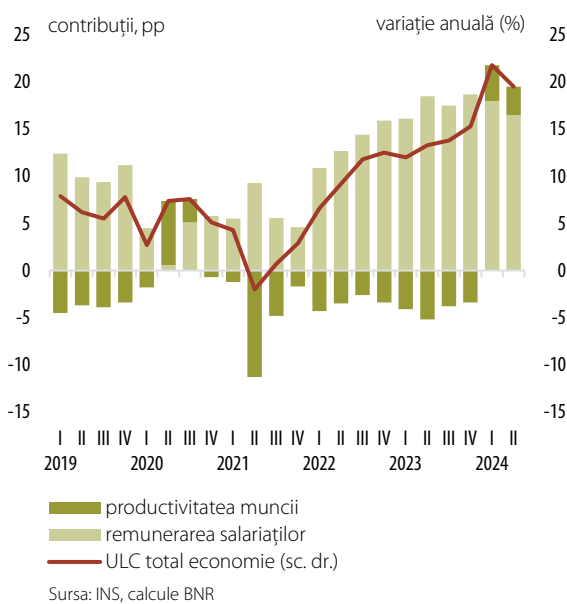
²⁸ Prețurile energiei electrice au fost ridicate și în luna august.

Dinamica anuală a prețurilor bunurilor de consum a stagnat la 3,8 la sută, dar este posibilă o ușoară dinamizare în perioada următoare, ca urmare a majorării costurilor salariale, dar și a recoltei agricole mai puțin favorabile înregistrate pe plan local – condițiile meteorologice din acest sezon au generat scăderi importante ale randamentelor, mai ales pentru porumb și floarea-soarelui, diminuând semnificativ și cantitățile recoltate de rapiță și grâu.

În perioada iulie-august 2024, variația anuală a prețurilor producției agricole (Grafic 2.15) a trecut în teritoriul pozitiv (1 la sută, de la -8,8 la sută în trimestrul II), recolta agricolă mai puțin favorabilă înregistrată pe plan local conducând la avansul anual al prețurilor produselor vegetale (1 la sută, comparativ cu -12,2 la sută în trimestrul anterior). Mișcări ascendente s-au observat și în cazul legumelor, mai ales la cartofi, lipsa precipitațiilor și căldura excesivă afectând semnificativ recolta.

În cazul produselor animale, ritmul anual de creștere a prețurilor a rămas cvasistabil (+0,7 la sută). Avansul s-ar putea accentua în perioada următoare, întrucât producția mai scăzută de cereale se repercutează și asupra costului furajelor și, implicit, asupra prețurilor cărnii. În plus, extinderea peștei micilor rumegătoare ar putea crea premisele pentru majorarea prețurilor pentru carnea de ovine.

Grafic 2.16. Costurile unitare cu forța de muncă



Costurile unitare cu forța de muncă

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a diminuat până la 19,5 la sută în trimestrul II (-2,3 puncte procentuale față de primele trei luni ale anului), dar se menține alertă din perspectivă istorică (Grafic 2.16); parcursul s-a datorat în mare măsură reducerii ritmului remunerării pe salariat (până la 16,2 la sută, -1,5 puncte procentuale), dar și productivității muncii, care a consemnat o atenuare a contracției în termeni anuali (de la -3,4 la sută în primele trei luni ale anului curent la -2,7 la sută în trimestrul II). Majoritatea sectoarelor economice au contribuit la temperarea dinamicii agregate a ULC – excepție reprezentând serviciile publice, unde variația pozitivă s-a accentuat.

În industrie, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare a accelerat până la 17,6 la sută în intervalul iulie-august (de la 15,8 la sută în trimestrul II).

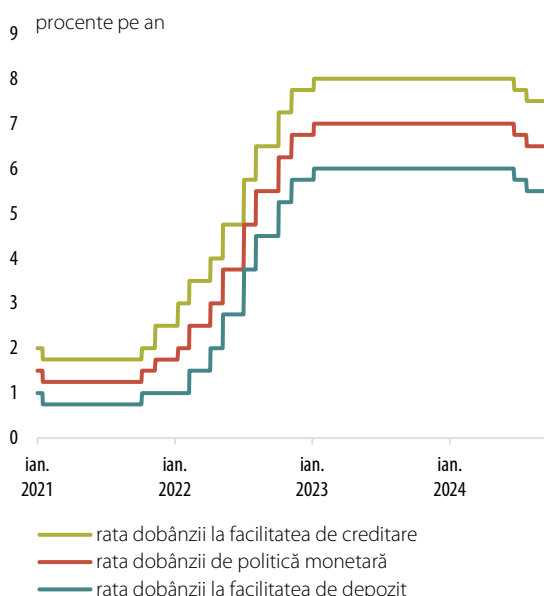
Producția autohtonă s-a menținut în zona de contracție în termeni anuali, dar în ușoară ameliorare. La nivelul forței de muncă se prefigurează reduceri ale schemelor de personal, însă ritmul salariilor s-a păstrat alert (15,8 la sută în iulie-august). Ramuri industriale care au înregistrat variații superioare ale indicatorului agregat (de aproximativ 30 la sută) au fost industria metalurgică, a maselor plastice și cea a produselor electronice.

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În luna august 2024, BNR a redus cu încă 0,25 puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară, pentru ca în octombrie să o mențină neschimbată la 6,50 la sută. În mod corespunzător, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare și cea aferentă facilității de depozit au fost reduse cu 0,25 puncte procentuale în luna august, iar în octombrie au fost menținute la 7,50 la sută, respectiv la 5,50 la sută (Grafic 3.1). Ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare (de 8 la sută, respectiv 5 la sută) în acest interval. Prin aceste decizii s-a urmărit asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile Consiliului de administrație al BNR din luna august au fost justificate de ameliorarea perspectivei inflației în raport cu prognoza precedentă, mai cu seamă pe termen foarte scurt și în condițiile unor incertitudini încă ridicate asociate previziunilor pe orizontul mai îndepărtat de timp.

Astfel, rata anuală a inflației s-a redus în trimestrul II mai mult decât s-a anticipat, coborând la 4,94 la sută în iunie²⁹, în principal ca urmare a ieftinirii substanțiale a energiei, îndeosebi a gazelor naturale, sub influența modificărilor legislative aplicate începând cu aprilie 2024, precum și pe fondul continuării scăderii dinamicii prețurilor alimentelor. La rândul ei, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat trendul descendent, inclusiv față de previziuni, reducându-se la 5,7 la sută în iunie³⁰, în condițiile în care încetinirea ritmului dezinflației pe segmentul

²⁹ De la 6,61 la sută în martie. Decelerarea a avut ca determinanți și în acest interval efecte de bază dezinflaționiste și corecții descendente ale cotațiilor mărfurilor. Acestea li s-au alăturat influențe decurgând din scăderea dinamicii prețurilor importurilor și din reintrarea pe o traiectorie ușor descrescătoare a așteptărilor inflaționiste pe termen scurt ale firmelor și consumatorilor. În sens opus au acționat moderat majorările de costuri unitare cu forța de muncă consemnate în primele luni ale anului curent, transferate, cel puțin parțial, asupra unor prețuri de consum, inclusiv pe fondul unei cereri robuste de bunuri.

³⁰ De la 7,1 la sută în martie 2024.

alimentelor procesate a fost însoțită de accelerarea acestuia pe segmentul mărfurilor nealimentare și pe cel al serviciilor, ale căror dinamici anuale au rămas însă ridicate.

În același timp, noua prognoză pe termen mediu a relevat o ameliorare a perspectivei inflației în raport cu prognoza precedentă, mai cu seamă pe orizontul apropiat de timp, în condițiile în care rata anuală a inflației era așteptată să coboare la finele anului curent și în trimestrul I 2025 la valori semnificativ inferioare celor previzionate anterior³¹, iar după o creștere temporară în trimestrul II 2025 să revină și să se mențină ușor sub limita de sus a intervalului țintei. Astfel, aceasta urma să scadă la 4,0 la sută în decembrie 2024, la 3,4 la sută în ultima lună a anului 2025 și la 3,2 la sută la finele orizontului prognozei, comparativ cu valorile de 4,9 la sută, 3,5 la sută și respectiv 3,4 la sută indicate de proiecția precedentă pentru aceleași momente de referință.

Descreșterea se anticipa a fi antrenată în continuare prioritar de factorii pe partea ofertei, a căror acțiune dezinflaționistă se prefigura a rămâne mai intensă pe termen scurt decât s-a previzionat anterior, sub impactul efectelor de bază dezinflaționiste³² și al modificărilor legislative în domeniul energiei aplicate începând cu luna aprilie.

Presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali erau însă așteptate să persiste pe întregul orizont de prognoză și să se atenueze doar ușor în raport cu prima parte a anului curent și cu prognoza precedentă, în condițiile în care excedentul de cerere era anticipat să se mai restrângă în semestrul II 2024, dar să rămână aproape constant în următoarele șase trimestre, la o valoare semnificativă, marginal inferioară celei previzionate anterior³³. Totodată, dinamica anuală de două cifre a costului unitar cu forța de muncă din sectorul privat era așteptată să-și prelungească ascensiunea pe ansamblul anului curent și să depășească astfel nivelul în ușoară scădere prognozat anterior.

În același timp, incertitudini și riscuri mari decurgeau din conduita politicii fiscale și a celei de venituri în anul curent, pe fondul rezultatului execuției bugetare din prima jumătate a anului, al dinamicii salariilor din sectorul public și al impactului integral al noii legi a pensiilor. Riscuri mari de sens opus erau însă asociate măsurilor fiscal-bugetare ce puteau fi implementate în perspectivă în scopul continuării consolidării bugetare, în contextul *Planului bugetar-structural național pe termen mediu* prezumat a fi transmis CE în toamna anului 2024.

Totodată, incertitudini și riscuri la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau să genereze războiul din Ucraina și conflictul din Orientul Mijlociu, precum și de evoluțiile economice din Europa, dar și absorbția fondurilor europene, îndeosebi a celor aferente programului „Next Generation EU”.

³¹ *Raportul asupra inflației* din luna mai 2024.

³² Efectele de bază dezinflaționiste urmau să se manifeste cu precădere la nivelul subcomponentelor non-alimentare ale inflației de bază, precum și pe segmentele prețuri administrate și combustibili, în timp ce mici efecte de bază de sens opus erau așteptate să afecteze în perspectivă apropiată dinamica prețurilor alimentelor procesate, ce urma să cunoască astfel o inflexiune în trimestrul III 2024, inclusiv sub influența inversării traiectoriei cotațiilor unor materii prime agroalimentare.

³³ Dată fiind perspectiva accelerării creșterii economiei pe ansamblul intervalului 2024-2025, deși ceva mai puțin decât în prognoza precedentă, pe fondul decelerării inflației și al redresării treptate a cererii externe, dar mai ales sub impactul conduitei politicii fiscale și al utilizării fondurilor europene aferente instrumentului „Next Generation EU”.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației s-a mărit în iulie 2024 la 5,42 la sută, iar în august a scăzut ceva mai modest, la 5,10 la sută, rămânând astfel peste nivelul prognozat. Avansul față de iunie s-a datorat creșterilor de dinamică consemnate în acest interval de prețurile alimentelor și energiei, pe fondul secetei severe și al majorării tarifelor de distribuție pentru gaze naturale, al căror impact a fost doar parțial contrabalansat de cel exercitat de prelungirea dezinflației pe segmentele prețuri administrate și combustibili, sub influența unor efecte de bază și a descreșterii cotației țiteiului.

La rândul ei, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a întrerupt trendul descendent, urcând în august la 5,8 la sută, în condițiile în care prețurile alimentelor procesate și-au reaccelerat creșterea, iar dinamica înaltă a prețurilor serviciilor și-a încetinit scăderea, în timp ce dinamica prețurilor mărfurilor nealimentare a continuat să se reducă relativ alert, rămânând însă ridicată. Ușoara ascensiune a ratei anuale a inflației de bază a avut ca principale resorturi un efect statistic nefavorabil manifestat pe segmentul alimentelor procesate și majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare, dar și costurile salariale crescute, transferate cel puțin parțial, asupra unor prețuri de consum, inclusiv pe fondul așteptărilor inflaționiste pe termen scurt încă înalte și al cererii solide de bunuri. Influențele astfel generate le-au devansat pe cele decurgând din efectele de bază dezinflaționiste de la nivelul subcomponentelor non-alimentare, precum și din scăderea dinamicii prețurilor importurilor.

Activitatea economică și-a încetinit creșterea în trimestrul II 2024, la 0,1 la sută, de la 0,5 la sută în precedentele trei luni, astfel încât excedentul de cerere agregată a continuat probabil să se restrângă în acest interval, contrar previziunilor. Consumul gospodăriilor populației și-a accelerat însă considerabil creșterea, inclusiv în termeni anuali, contribuind decisiv la mărirea avansului PIB față de perioada similară a anului trecut la 0,8 la sută, de la 0,5 la sută în trimestrul I. În același timp, creșterea anuală a formării brute de capital fix a rămas robustă, deși a continuat să încetinească față de trimestrul anterior. În schimb, evoluția exportului net și-a accentuat puternic impactul contractionist, în condițiile în care volumul importurilor de bunuri și servicii și-a accelerat ascensiunea, în vreme ce volumul exporturilor și-a prelungit declinul în termeni anuali. Drept urmare, deficitul balanței comerciale și cel de cont curent au înregistrat o amplă creștere de dinamică, ce a fost accentuată în cazul celui din urmă de înrăutățirea substanțială a soldului balanței veniturilor secundare, sub influența diminuării intrărilor de fonduri europene de natura contului curent.

Pe piața muncii, efectivul salariaților s-a mărit doar ușor în iunie-iulie, iar rata șomajului BIM și-a reluat creșterea în debutul trimestrului III, ajungând la 5,5 la sută în august, de la 5,1 la sută în iunie. Totodată, sondajele de specialitate au relevat o slăbire pronunțată pe ansamblul trimestrului III a intențiilor de angajare pe orizontul foarte scurt de timp, precum și o scădere a deficitului de forță de muncă raportat de companii, superioară ca amplitudine creșterii înregistrate în trimestrul precedent. Dinamica anuală de două cifre a salariului brut nominal s-a mărit însă în iulie la 17,3 la sută, în principal sub impactul noii majorări a salariului minim brut pe economie, iar cea similară a costului salarial unitar din industrie s-a redus doar marginal în debutul trimestrului III în raport cu media intervalului precedent.

Pe piața financiară, principalele cotații ale pieței monetare interbancare au scăzut din nou în august sub impulsul reducerii de către BNR a ratei dobânzii-cheie și a ratelor

dobânzilor la facilitățile permanente, iar apoi au rămas constante. Randamentele pe termen lung ale titlurilor de stat și-au accentuat descreșterea în prima decadă a lui august, similar randamentelor din economiile avansate și din regiune – în contextul așteptărilor revizuite ale investitorilor privind traiectoria ratei dobânzii Fed –, pentru ca ulterior să consemneze o creștere semnificativă, ce s-a corectat însă relativ abrupt spre finele trimestrului III. În această conjunctură, după ajustarea descendentă consemnată în iulie, cursul de schimb leu/euro a revenit în august și a tins să se mențină până la finele trimestrului III la valorile mai ridicate prevalente în trimestrul II, inclusiv pe fondul reamplificării spre finele intervalului a volatilității pe piața financiară internațională, sub impactul acutizării tensiunilor din Orientul Mijlociu. Raportul leu/USD s-a reînscris însă și a rămas până la sfârșitul lunii septembrie pe o traiectorie general descendentă, dată fiind evoluția ratei de schimb a dolarului SUA pe piețele financiare internaționale.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să se mărească în primele două luni din trimestrul III, până la 7,7 la sută în august, de la 6,7 la sută în iunie, în principal ca urmare a accelerării creșterii împrumuturilor în lei ale populației, prioritar pe seama celor pentru consum, al căror flux a atins în iulie un maxim istoric. Ritmul creditului acordat societăților nefinanciare a continuat la rândul lui să se mărească pe ansamblul intervalului, cu aportul exclusiv al componente în lei, a cărei dinamică ascendentă a fost influențată decisiv de creditele acordate în contextul programelor guvernamentale. În schimb, variația componente în valută și-a reluat descreșterea. În aceste condiții, ponderea componente în monedă națională în creditul acordat sectorului privat și-a accelerat ascensiunea, ajungând la 69,7 la sută în august, de la 69,1 la sută în iunie.

Evaluările actualizate în acest context au arătat că rata anuală a inflației va scădea până la finele anului curent pe o traiectorie fluctuantă și mai ridicată decât cea evidențiată în prognoza pe termen mediu din luna august. Determinantă pentru această perspectivă era acțiunea dezinflaționistă a factorilor pe partea ofertei, care se anticipa a rămâne mai modestă pe termen foarte scurt decât s-a previzionat anterior, pe fondul persistenței în viitorul apropiat a efectelor adverse exercitate asupra dinamicilor prețurilor alimentelor și energiei de condițiile meteorologice nefavorabile din acest an și de majorarea cotațiilor unor mărfuri³⁴.

Totodată, incertitudini însemnate continuau să fie asociate evoluției anticipate a prețurilor energiei și alimentelor, inclusiv pe fondul modificărilor legislative din domeniu, precum și traiectoriei viitoare a cotației țiteiului, în contextul tensiunilor geopolitice.

Din partea factorilor fundamentali erau însă de așteptat presiuni inflaționiste mai moderate decât în prognoza precedentă și în atenuare relativ pronunțată pe termen foarte scurt, dată fiind probabila descreștere a excedentului de cerere agregată în semestrul II 2024 la valori semnificativ inferioare celor previzionate anterior³⁵,

³⁴ Influențe inflaționiste suplimentare erau anticipate să provină și de pe segmentul produselor de tutun, în condițiile majorării neașteptate a prețurilor acestora în perioada recentă, în timp ce dinamica prețului combustibililor urma să rămână mai puțin inflaționistă în următoarele luni decât s-a anticipat în august.

³⁵ Noile evaluări indicau creșteri trimestriale ceva mai modeste ale economiei în semestrul II 2024 decât s-a previzionat anterior, dar în accelerare graduală, implicând și o creștere a dinamicii anuale a PIB pe ansamblul intervalului.

dar în condițiile continuării creșterii solide a consumului privat și ale menținerii dinamicii costurilor salariale unitare la niveluri foarte ridicate³⁶.

Totodată, incertitudini și riscuri mari decurgeau din conduita politicii fiscale și a celei de venituri în 2024, având în vedere rezultatul execuției bugetare din primele opt luni ale anului și caracteristicile recente rectificări bugetare, incluzând majorarea țintei de deficit fiscal. Pe orizontul mai îndepărtat de timp, incertitudini și riscuri mari erau în schimb asociate măsurilor fiscal-bugetare potențial implementate în perspectivă în scopul consolidării bugetare, în contextul *Planului bugetar-structural național pe termen mediu* prezumat a fi transmis Comisiei Europene în toamna anului 2024, în conformitate cu noul cadru de guvernare economică al UE.

În același timp, incertitudini și riscuri crescute la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, generau războiul din Ucraina și conflictul din Orientul Mijlociu, precum și evoluțiile economice din Europa și de pe plan global, în contextul escaladării tensiunilor geopolitice. Totodată, o sursă majoră de incertitudini rămânea absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”.

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

În aceste condiții, în ședința din 4 octombrie 2024, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută și a ratelor dobânzilor aferente facilității de creditare și celei de depozit la 7,50 la sută și respectiv 5,50 la sută. În același timp, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

În trimestrul III 2024, randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare³⁷ și cotațiile pe termen mai lung au înregistrat scăderi semnificative, sub impulsul reducerii de către BNR în iulie și august a ratei dobânzii de politică monetară și a ratelor dobânzilor la facilitățile permanente. Cursul de schimb leu/euro a consemnat o scădere apreciabilă în prima jumătate a lunii iulie, dar a revenit relativ rapid și a tins să se mențină în august și septembrie la valorile mai înalte prevalente în trimestrul II 2024. Dinamica anuală a lichidității din economie s-a mărit pe ansamblul perioadei iulie-august, iar cea a creditului acordat sectorului privat și-a prelungit trendul ascendent.

³⁶ În schimb, efecte dezinflaționiste evidente erau așteptate să decurgă pe acest orizont de timp din decelerarea creșterii prețurilor importurilor, precum și din ajustarea descendentă a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt.

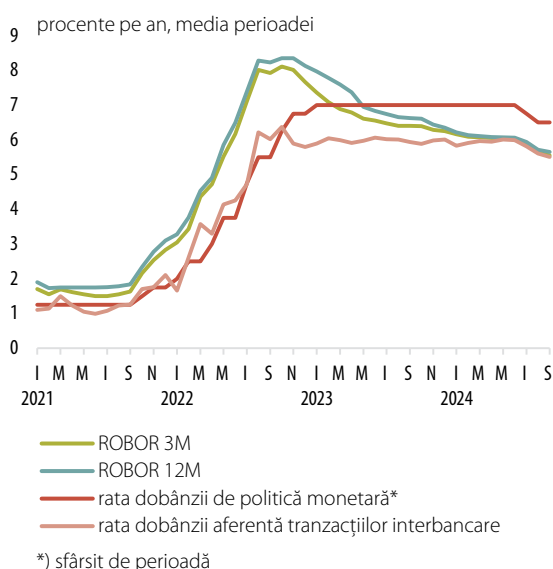
³⁷ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară, ponderată cu volumul tranzacțiilor.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a menținut în trimestrul III în apropierea limitei inferioare a coridorului ratelor dobânzilor, coborând în linie cu aceasta ulterior reducerii de către BNR în iulie și august a ratei dobânzii-cheie și a ratelor dobânzilor la facilitățile permanente, cu câte 0,25 puncte procentuale. Media trimestrială a indicatorului³⁸ s-a diminuat astfel cu 0,32 puncte procentuale, până la 5,67 la sută.

Evoluția a reflectat comportamentul ratelor dobânzilor pe termen foarte scurt, în contextul persistenței excedentului amplu de lichiditate pe piața monetară, dar în scădere, absorbit pe mai departe de banca centrală prin intermediul facilității de depozit³⁹.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



La rândul lor, cotațiile ROBOR 3M-12M au consemnat scăderi semnificative imediat după reducerile ratelor dobânzilor reprezentative efectuate de BNR în iulie și august, dar au rămas practic constante în a doua parte a trimestrului III, inclusiv pe fondul semnalelor transmise de banca centrală în contextul comunicării deciziei de politică monetară din luna august. Mediile trimestriale ale cotațiilor și-au accentuat astfel descreșterea, ajungând la 5,68 la sută în cazul scadenței de 3 luni (-0,36 puncte procentuale), respectiv la 5,73 la sută și 5,77 la sută pe termenele de 6 și 12 luni (-0,33 puncte procentuale, respectiv -0,30 puncte procentuale) (Grafic 3.2).

Pe piața titlurilor de stat, evoluțiile de pe segmentul mediu-lung al maturităților s-au corelat în prima parte a trimestrului III cu mișcarea randamentelor titlurilor de stat din economiile avansate – care a redevenit pronunțat descrescătoare, în contextul

așteptărilor revizuite ale investitorilor privind traiectoria ratei dobânzii Fed⁴⁰ –, pentru ca apoi influențe mai pregnante să vină temporar din îngrijorările investitorilor legate de situația bugetară și de perspectiva procesului de consolidare fiscală pe plan intern.

În aceste condiții, cotațiile de referință pe termen mediu și lung ale pieței secundare⁴¹ și-au reluat în debutul trimestrului III și și-au accelerat la mijlocul intervalului mișcarea

³⁸ Medie ponderată cu volumul tranzacțiilor.

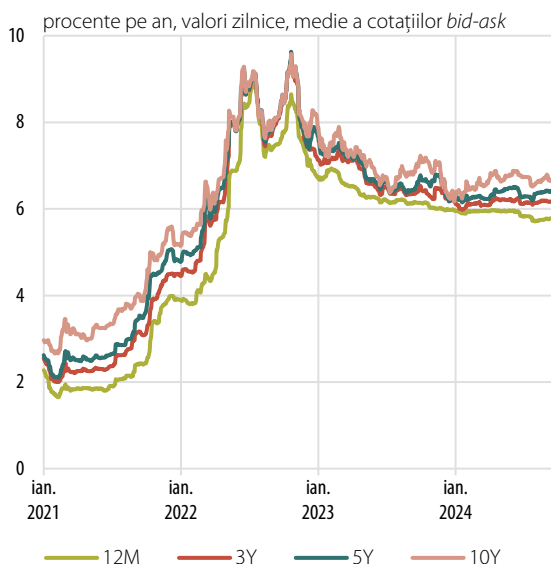
³⁹ Stocul mediu zilnic al acestor plasamente s-a redus în trimestrul III 2024 la 40,9 miliarde lei, de la 48,7 miliarde lei în precedentele trei luni.

⁴⁰ Așteptările investitorilor privind inițierea de către Fed în septembrie a ciclului de scădere a ratei dobânzii-cheie au crescut tot mai mult în iulie, pe fondul datelor economice publicate în acest interval, de natură să indice slăbirea în continuare a presiunilor inflaționiste la nivelul economiei SUA. Ulterior, expectațiile privind o reducere mai amplă a ratei dobânzii (confirmate în cele din urmă de decizia Fed din 17-18 septembrie) au fost impulsionate de sporirea temerilor investitorilor privind posibila intrare în recesiune a economiei americane, pe fondul evoluțiilor sub așteptări de pe piața muncii din SUA relevate de datele statistice publicate în debutul lunii august. Aceasta a antrenat totodată un episod de creștere a volatilității pe piața financiară internațională, intensificat ulterior de reversarea masivă a tranzacțiilor de tip *carry trade* având ca monedă de finanțare yenul japonez, precum și de riscul escaladării tensiunilor din Orientul Mijlociu.

⁴¹ Medii ale cotațiilor *bid-ask*.

coborâtoare, dar au reintrat apoi pe o pantă pronunțat ascendentă, acumulând o creștere semnificativă, ce s-a corectat însă pe segmentul lung al maturităților relativ abrupt în ultimele zile din septembrie⁴². Un *pattern* relativ similar, dar mai

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



redus ca amplitudine, a caracterizat randamentele pe termen scurt (Grafic 3.3). Drept urmare, mediile lunare ale cotațiilor au înregistrat doar mici scăderi în septembrie în raport cu cele din ultima lună a trimestrului II în cazul maturităților de 5 ani și 10 ani (cu circa 0,1 puncte procentuale, până la 6,40 la sută, respectiv 6,69 la sută) și au cvasistagnat pe maturitatea de 3 ani (la 6,18 la sută), dar s-au redus vizibil pe scadențele de 6-12 luni (cu aproximativ 0,2 puncte procentuale, până la 5,75 la sută, respectiv 5,76 la sută). Pe acest fond, curba randamentelor a continuat să își accentueze înclinația pozitivă.

O evoluție similară au avut și randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor pe piața primară⁴³. Astfel, acestea s-au redus în septembrie comparativ cu ultima lună a trimestrului II relativ pronunțat în cazul certificatelor de trezorerie cu scadența de 1 an (-0,25 puncte procentuale, la 5,77 la sută), dar mai modest pe segmentul 5-10 ani (-0,14 puncte

procentuale, până la 6,48 la sută, respectiv -0,10 puncte procentuale, până la 6,72 la sută) și doar marginal în cazul titlurilor cu maturitatea de 3 ani (-0,05 puncte procentuale, până la 6,21 la sută). Volumul lunar al emisiunilor s-a mărit în iulie⁴⁴, dar s-a redus semnificativ în lunile următoare, în condițiile creșterii considerabile a volumului și proporției titlurilor pe termen lung pe ansamblul trimestrului, în detrimentul celor aferente titlurilor pe termen scurt (sub 1 an), care s-au normalizat în raport cu valorile ridicate din trimestrul anterior⁴⁵. În același timp, raportul dintre valoarea solicitată de către dealerii primari și cea anunțată în cadrul licitațiilor s-a majorat în iulie la 2,69, dar s-a redus ulterior, până la 1,86 în septembrie; totodată, proporția dintre volumul acceptat și cel anunțat de către MF s-a mărit la 1,97 în prima lună a trimestrului, pentru ca în lunile următoare să se diminueze, devenind marginal subunitară în septembrie⁴⁶.

⁴² Inclusiv în contextul anunțării în data de 19 septembrie a rezultatului emisiunii de euroobligațiuni desfășurate de către MF, al cărei volum s-a ridicat la echivalentul a circa 5 miliarde de euro.

⁴³ În trimestrul III, MF a emis lunar titluri de stat prin programul „Tezaur” cu maturități de 1 an și 3 ani la randamente de: (i) 6,00 la sută, respectiv 6,85 la sută, în iulie, (ii) 6,00 la sută, respectiv 6,85 la sută, în august, și (iii) 5,80 la sută, respectiv 6,60 la sută, în septembrie. De asemenea, în august au fost puse în circulație titluri de stat pentru populație prin programul „Fidelis”, atât în lei, cu maturități de 1 an și 5 ani, la randamente de 5,80 la sută și 7,00 la sută, în valoare totală de circa 1,7 miliarde lei, cât și în euro, cu maturități de 1 an și 5 ani, la randamente de 4,00 la sută, respectiv 5,00 la sută, în valoare de circa 311 milioane euro. În luna septembrie, MF a emis euroobligațiuni denuminate în euro, cu maturități de 7 ani, respectiv 20 ani, la randamente de 5,13 la sută, respectiv 6,02 la sută, în valoare totală de 3 miliarde de euro și denuminate în dolari, cu maturități de 4 ani, respectiv 10 ani, la randamente de 5,28 la sută, respectiv 5,84 la sută, în valoare totală de circa 2,2 miliarde de dolari.

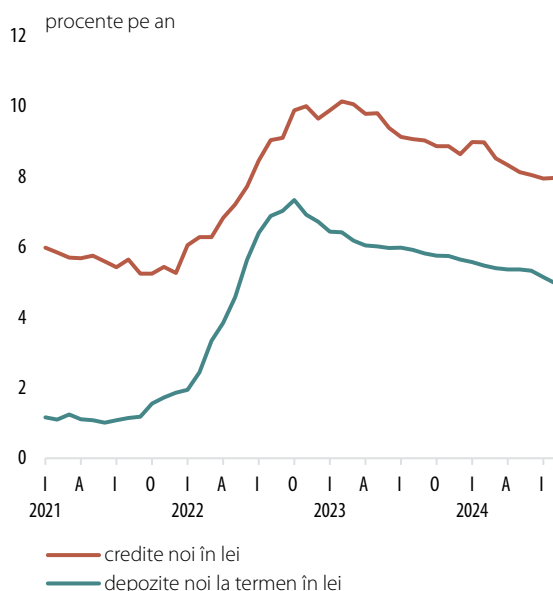
⁴⁴ La circa 13 miliarde lei – un maxim al ultimilor 12 luni.

⁴⁵ Valoarea titlurilor emise pe ansamblul trimestrului III s-a diminuat cu 6,2 miliarde lei față de precedentele trei luni, la 26,3 miliarde lei. Valoarea emisiunilor nete s-a majorat însă substanțial (cu 15,4 miliarde lei, la 24,5 miliarde lei), în condițiile în care volumul total al titlurilor ajunse la scadență în acest interval a scăzut considerabil, atingând un minim al ultimilor 16 trimestre.

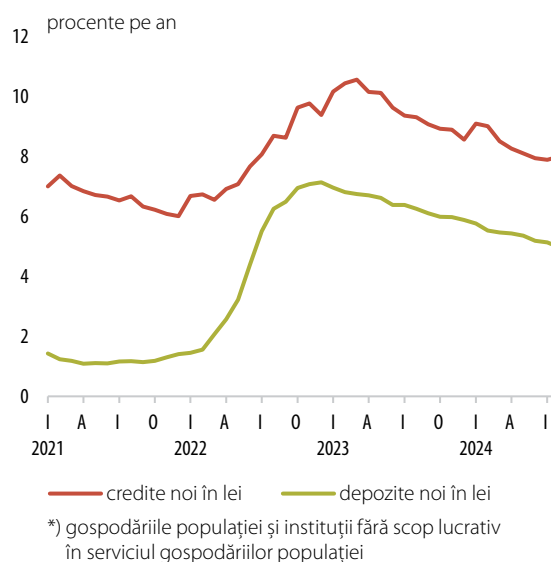
⁴⁶ Pe ansamblul trimestrului, raportul dintre volumul solicitat de către dealerii primari și cel anunțat în cadrul licitațiilor s-a menținut cvasiconstant (la 2,16), în timp ce proporția dintre volumul acceptat și cel anunțat de către MF s-a redus ușor față de trimestrul precedent (la 1,47, de la 1,66).

Rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebancați și-a încetinit scăderea în iulie-august față de trimestrul precedent (-0,21 puncte procentuale, până la 7,95 la sută), iar cea aferentă depozitelor noi la termen și-a accentuat-o ușor în acest interval (-0,29 puncte procentuale, până la 5,05 la sută) (Grafic 3.4).

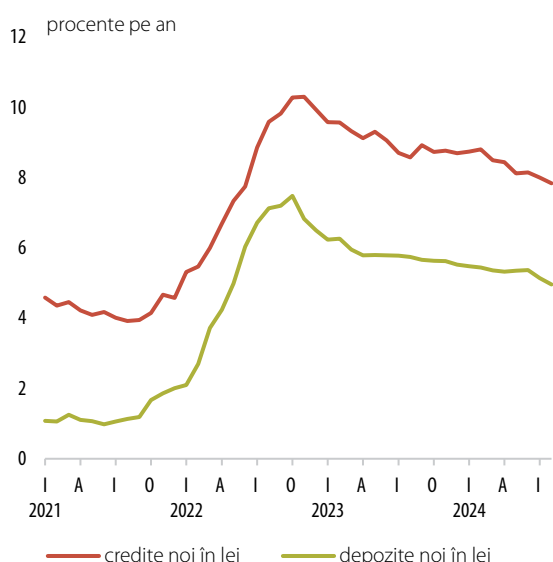
Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Grafic 3.5. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației*



Grafic 3.6. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare



Rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației și-a temperat descreșterea, diminuându-se cu 0,16 puncte procentuale comparativ cu trimestrul II, până la 7,96 la sută, în condițiile unor comportamente diferite din perspectiva principalelor categorii de credite (Grafic 3.5). Astfel, costul mediu cu dobânda al împrumuturilor noi pentru consum și-a stopat scăderea, rămânând constant față de trimestrul II, la 9,48 la sută⁴⁷, în consonanță cu rezultatele celei mai recente ediții a *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației* (august 2024); acestea indicau stoparea în trimestrul III 2024 a tendinței de relaxare a standardelor de creditare evidențiate în prima jumătate a anului în contextul intensificării concurenței pe acest segment al pieței. Rata medie a dobânzii la creditele noi pentru locuințe a continuat însă să se diminueze în raport cu trimestrul anterior (-0,25 puncte procentuale, până la 6,29 la sută).

⁴⁷ La nivel lunar, aceasta a continuat să scadă în iulie, dar s-a mărit mai consistent în august (+0,57 puncte procentuale), până la 9,76 la sută – un maxim al ultimilor 5 luni.</

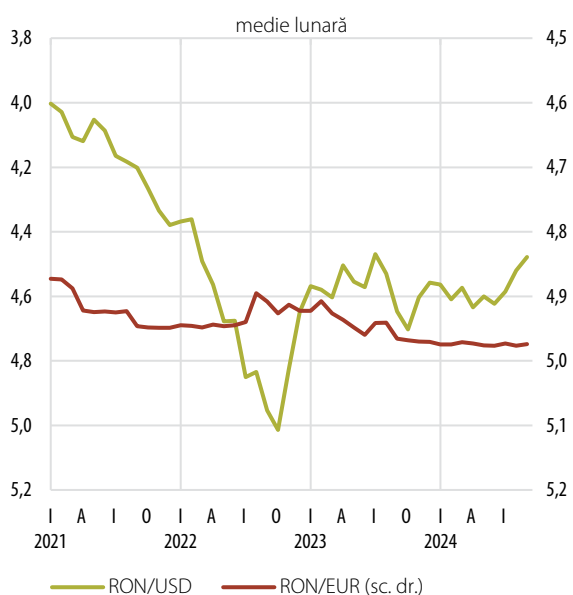
Pe segmentul societăților nefinanciare, rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi a înregistrat însă o nouă scădere semnificativă, doar ușor inferioară celei din trimestrul precedent (-0,32 puncte procentuale până la nivelul de 7,92 la sută) (Grafic 3.6). Ajustările descendente au fost similare din perspectiva principalelor categorii de împrumuturi – de valoare mare, peste echivalentul a 1 milion de euro (-0,36 puncte procentuale, până la 7,22 la sută), respectiv de valoare mică, sub respectivul prag (-0,34 puncte procentuale, la 8,26 la sută).

În cazul randamentului mediu al depozitelor noi la termen, ușoara accentuare a mersului descendent a fost determinată de evoluția de pe segmentul societăților nefinanciare (-0,30 puncte procentuale, până la 5,05 la sută), în timp ce în cazul populației indicatorul a scăzut în pas similar celui din trimestrul anterior (-0,28 puncte procentuale, până la 5,06 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a consemnat o scădere apreciabilă în prima jumătate a lunii iulie, dar a revenit relativ rapid și a tins să se mențină în august și septembrie la valorile mai înalte prevalente în trimestrul II (Grafic 3.7).

Grafic 3.7. Cursul de schimb nominal



Raportul leu/euro a cunoscut o corecție descendentă în prima parte a lunii iulie și a rămas pe palierul mai coborât până spre finele intervalului, în contextul unor fluctuații relativ pronunțate. Comportamentul său a avut ca resorturi o nouă revizuire a așteptărilor investitorilor privind perspectiva ratei dobânzii Fed⁴⁸ – de natură să provoace și reîntrarea cursului euro/dolar pe o traiectorie general ascendentă –, precum și ameliorarea percepției asupra riscului asociat piețelor financiare din regiune⁴⁹, alături de atractivitatea relativă a plasamentelor în monedă națională (Tabel 3.1). În ultimele zile ale lunii, raportul leu/euro a urcat însă relativ abrupt – în sincron cu evoluția ratelor de schimb ale monedelor din regiune –, în condițiile deteriorării apetitului global pentru risc, ca efect al *sell-off*-ului acțiunilor companiilor americane din sectorul tehnologic și al escaladării tensiunilor din Orientul Mijlociu (Grafic 3.8).

Rata de schimb leu/euro a continuat să crească în primele zile ale lunii august, revenind la valorile prevalente în trimestrul II, în contextul unui scurt episod de

⁴⁸ Așteptările investitorilor privind inițierea de către Fed în septembrie a ciclului de scădere a ratei dobânzii-cheie au crescut tot mai mult în iulie, pe fondul datelor economice publicate în acest interval, indicând slăbirea în continuare a presiunilor inflaționiste la nivelul economiei SUA.

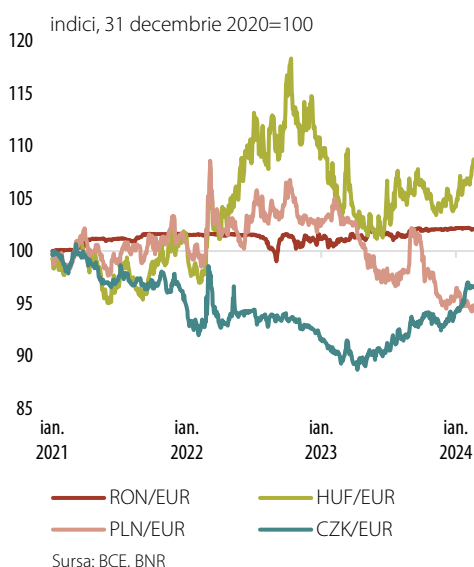
⁴⁹ Inclusiv în contextul atenuării incertitudinilor politice din Europa.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	8 luni 2023			8 luni 2024		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	12 590	17 975	-5 385	7 000	18 775	-11 775
Investiții directe	859	5 067	-4 208	1 638	5 766	-4 128
Investiții de portofoliu	941	12 549	-11 608	1 214	9 990	-8 776
Derivate financiare	181	x	181	29	x	29
Alte investiții	2 695	358	2 336	1 072	3 019	-1 947
– numerar și depozite	2 682	-591	3 273	-1 465	-413	-1 052
– împrumuturi	-226	257	-483	73	965	-892
– altele	238	693	-454	2 464	2 468	-4
Active de rezervă ale BNR (net)	7 914	0	7 914	3 047	0	3 047

*) „+” creștere/„-” scădere

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



amplificare a volatilității pe piața financiară internațională antrenat în acest interval de temerile sporite ale investitorilor privind posibila intrare în recesiune a economiei americane⁵⁰ – implicând și deprecierea mai pronunțată a dolarului în raport cu euro –, dar și de reversarea masivă a tranzacțiilor de tip *carry trade* având ca monedă de finanțare yenul japonez⁵¹. Cursul de schimb leu/euro s-a menținut până la finele lunii pe palierul mai ridicat, pe fondul influențelor decurgând, pe de o parte, din îngrijorările investitorilor legate de situația bugetară și de perspectiva procesului de consolidare fiscală pe plan intern, și, pe de altă parte, din așteptările privind evoluția în perspectivă apropiată a ratei de schimb a leului, de natură să susțină atractivitatea plasamentelor în monedă națională.

Raportul leu/euro a consemnat o scădere și în primele zile din septembrie, dar mai modestă, iar apoi s-a reînscris pe o traiectorie ascendentă, inclusiv pe fondul amplificării cererii de devize a rezidenților, asociată probabil schimburilor comerciale cu exteriorul. Traectoria a fost atenuată temporar de relativa ameliorare a apetitului global pentru risc⁵², însă s-a accentuat ulterior, rata de schimb revenind spre finele intervalului în apropierea nivelurilor din luna precedentă, în contextul creșterii presiunilor asupra cursurilor de schimb ale monedelor din regiune, pe fondul unor semne de deteriorare a evoluțiilor economice din zona euro⁵³, având ca efect și stoparea la finele trimestrului a deprecierei dolarului în raport cu euro⁵⁴.

Rulajul pieței valutare interbancare a crescut ușor în trimestrul III față de precedentele trei luni⁵⁵, în timp ce soldul negativ al tranzacțiilor s-a restrâns comparativ cu trimestrul II, pe seama operațiunilor nerezidenților.

⁵⁰ Pe fondul evoluției sub așteptări a pieței muncii din SUA, evidențiată de datele statistice publicate la începutul lunii august.

⁵¹ În contextul majorării neașteptate a ratei dobânzii de politică monetară de către Banca Japoniei, la 0,25 la sută, de la 0,10 la sută, ce a condus la o apreciere semnificativă a yenului față de dolarul SUA.

⁵² Pe fondul consolidării așteptărilor investitorilor privind inițierea de către Fed cu un pas relativ mai mare a ciclului de reducere a ratei dobânzii de politică monetară, confirmată în data de 18 septembrie de decizia de coborâre cu 0,50 puncte procentuale a intervalului țintă al *fed funds rate*, până la 4,75-5,00 la sută.

⁵³ Scăderea pronunțată și peste așteptări a indicilor PMI din zona euro în luna septembrie, la valori indicând o contracție a activității economice, pe fondul accentuării declinului din industrie.

⁵⁴ În aceste condiții, leul s-a apreciat cvasicontinuu față de dolarul SUA pe parcursul trimestrului III.

⁵⁵ Acesta s-a menținut astfel în preajma valorilor la care a urcat în ultimii doi-trei ani, reprezentând maxime istorice.

Pe ansamblul trimestrului III, leul s-a întărit marginal față de euro^{56,57} în termeni nominali (cu 0,05 la sută) și ceva mai vizibil în termeni reali (cu 0,4 la sută). În raport cu dolarul SUA, moneda națională s-a apreciat cu 3,3 la sută în termeni nominali și cu 3,6 la sută în termeni reali. Din perspectiva variației anuale a mediilor trimestriale ale cursului de schimb, moneda națională și-a menținut constant ritmul deprecierei în raport cu euro, dar și-a reluat aprecierea în raport cu dolarul SUA.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica anuală a masei monetare (M3) s-a mărit pe ansamblul perioadei iulie-august la 10,7 la sută⁵⁸, după scăderea la 10,5 la sută în trimestrul II, în corelație cu caracteristicile execuției bugetare și cu accelerarea creșterii creditului acordat sectorului privat, dar și cu înrăutățirea soldului schimburilor de bunuri și servicii cu exteriorul (Tabel 3.2).

Plusul de ritm al M3 a fost generat în totalitate de dinamica anuală a masei monetare în sens restrâns (M1). Aceasta a continuat să se mărească în primele două luni din trimestrul III, însă mai lent, pe fondul influențelor divergente venite, pe de o parte, din accelerarea creșterii depozitelor ON în lei, iar, pe de altă parte, din temperarea restrângerii contracției plasamentelor ON în valută⁵⁹ și din încetinirea ascensiunii ritmului numerarului în circulație, care a atins totuși un vârf al ultimelor 11 trimestre⁶⁰ (Grafic 3.9).

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

	variație procentuală în termeni nominali					
	2023		2024			
	III	IV	I	II	iul.	aug.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	8,9	10,6	10,6	10,5	10,6	10,8
M1	-4,0	0,8	4,3	7,0	7,8	8,1
Numerar în circulație	8,1	8,9	8,4	9,3	9,3	9,9
Depozite <i>overnight</i>	-8,0	-2,0	2,8	6,2	7,3	7,5
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	39,4	30,9	21,6	16,0	15,3	15,1

O evoluție de sens opus a caracterizat, în schimb, depozitele la termen sub doi ani, în condițiile în care impactul stopării în acest interval a descreșterii dinamicii componente în monedă națională – pe seama depozitelor IFNM și, într-o mai mică măsură, a celor aparținând societăților nefinanciare –, a fost contrabalansat ușor de cel exercitat de prelungirea scăderii variației componente în valută, într-un ritm încetinit totuși considerabil, atribuibil plasamentelor ambelor sectoare majore. Pe acest fond, ponderea M1 în M3 s-a menținut la nivelul atins la finele trimestrului II, de 60,5 la sută.

Din perspectiva principalelor categorii de deținători, micul avans al dinamicii masei monetare a fost antrenat de ușoara reaccelerare a creșterii depozitelor incluse în M3 ale companiilor, exclusiv pe seama evoluției plasamentelor IFNM⁶¹. În schimb, variația

⁵⁶ Pe baza valorilor medii din septembrie, respectiv iunie 2024, ale cursului de schimb leu/euro.

⁵⁷ În același interval, coroana cehă a slăbit față de euro cu 1,3 la sută, iar forintul și-a conservat valoarea, în timp ce zlotul s-a apreciat cu 1,0 la sută.

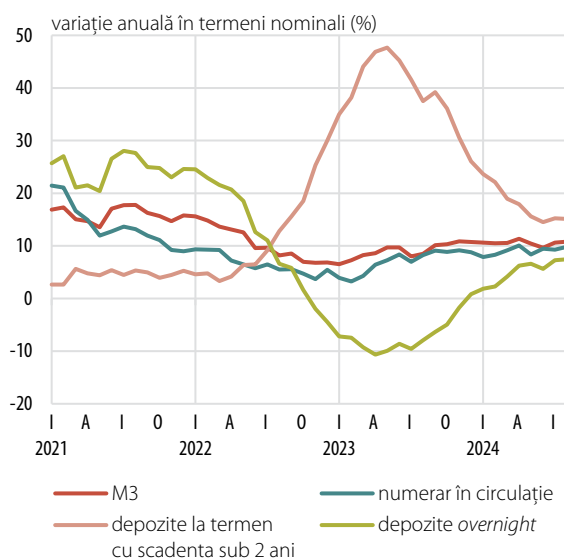
⁵⁸ În termeni reali, dinamica anuală a M3 și-a temperat ascensiunea, urcând la 5,2 la sută, de la 4,9 la sută în trimestrul II.

⁵⁹ Evoluția ambelor componente ale depozitelor ON s-a datorat integral sectorului populației.

⁶⁰ Evaluare pe baza mediilor trimestriale de creștere.

⁶¹ Variația anuală a depozitelor totale a IFNM a urcat în teritoriul pozitiv pe ansamblul perioadei iulie-august, după două trimestre de valori negative.

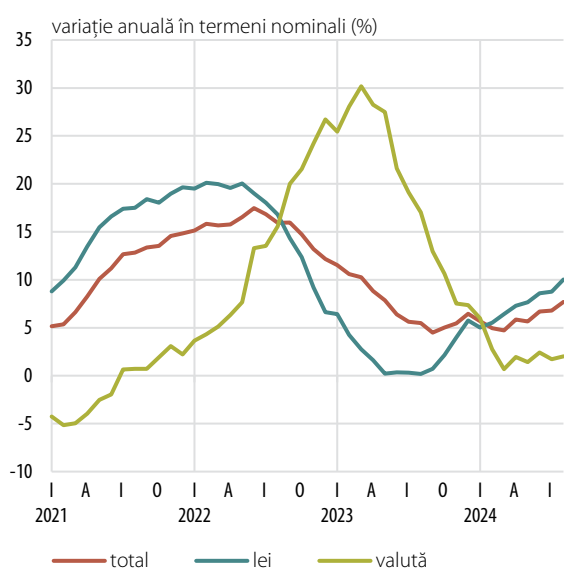
Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare



anuală a depozitelor societăților nefinanciare a continuat să se reducă, dar sensibil mai lent, date fiind sumele crescute primite de la buget⁶² și dinamica ascendentă a creditului acordat acestui sector, ce au contrabalansat în bună măsură efectele decurgând din deteriorarea soldului tranzacțiilor comerciale cu străinătatea și din majorarea costurilor salariale. În același timp, dinamica anuală de două cifre a depozitelor incluse în M3 ale populației a scăzut față de vârful ultimilor 2 ani și jumătate atins în trimestrul anterior, însă doar marginal, într-un context în care accelerarea creșterii venitului disponibil s-a asociat cu continuarea creșterii robuste a cumpărărilor de bunuri în aceeași perioadă⁶³, dar și cu majorarea semnificativă a ritmului deținerilor de titluri de stat ale acestui sector în iulie-august.

Din perspectiva contrapartidelor M3, influențe expansioniste au generat saltul amplu de dinamică consemnat de creditul net al administrației publice centrale și accelerarea pe mai departe a creșterii creditului acordat sectorului privat, în timp ce efecte contrare au decurs din descreșterea variației anuale a activelor externe nete ale sistemului bancar.

Grafic 3.10. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a prelungit trendul ascendent în iulie-august, ajungând ca medie la 7,2 la sută⁶⁴, de la 6,1 la sută în trimestrul II, în principal sub influența componentei în lei, care a continuat să-și accelereze creșterea, dar și cu aportul marginal al creditului în valută, atribuibil însă efectului statistic al cursului de schimb leu/euro (Grafic 3.10). Ponderea creditului în lei în total a urcat astfel la 69,7 la sută în august, de la 69,1 la sută în iunie.

Plusul de dinamică a creditului acordat sectorului privat s-a datorat aproape integral creditului populației, a cărui variație anuală a continuat să se mărească, exclusiv pe seama componentei în lei (Grafic 3.11). Ritmul acesteia a urcat la un nivel de două cifre în primele două luni din trimestrul III, prioritar sub impulsul dat de creditul

⁶² Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat.

⁶³ Dinamica anuală medie a cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul s-a diminuat doar ușor în iulie-august, la 8,1 la sută, de la 9,8 la sută în trimestrul I, iar cea a cifrei de afaceri în comerțul cu autovehicule și motocicletele s-a menținut la 3,5 la sută.

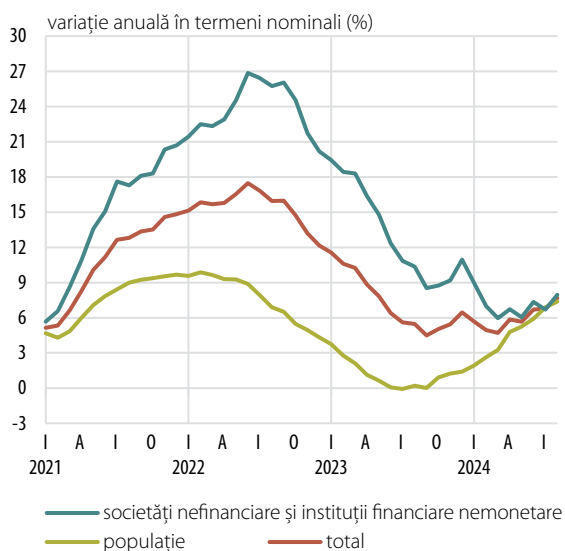
⁶⁴ Variația anuală reală a creditului acordat sectorului privat a continuat să se mărească, la 1,9 la sută ca medie a perioadei iulie-august, de la 0,7 la sută în trimestrul II.

pentru consum și alte scopuri, a cărei dinamică a atins un maxim trimestrial al perioadei post-2008, ca urmare a valorii record înregistrate în iulie de împrumuturile noi cu această destinație⁶⁵. La rândul său, variația anuală a creditului pentru locuințe

și-a prelungit trendul gradual ascendent, pe fondul revenirii la un maxim al ultimilor peste 2 ani a fluxului de credite⁶⁶. În schimb, soldul creditului în valută acordat populației (exprimat în euro) a continuat să-și accentueze contracția deosebit de amplă în raport cu perioada similară a anului precedent.

În același timp, ritmul creditului societăților nefinanciare și-a stopat scăderea, consemnând chiar o ușoară creștere față de trimestrul anterior. Aceasta s-a datorat exclusiv evoluției împrumuturilor pe termen mediu și lung în monedă națională, a căror variație anuală a redevenit pozitivă, în condițiile unei contribuții record aduse în iulie de finanțările acordate în cadrul programelor guvernamentale. Dinamica anuală a creditului în valută și-a prelungit însă descreșterea, în principal ca efect al evoluției împrumuturilor pe termen scurt.

Grafic 3.11. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



⁶⁵ Evaluare pe baza fluxurilor ajustate cu valoarea creditelor renegotiate. În luna august, volumul împrumuturilor noi s-a redus doar ușor în raport cu cel din iulie.

⁶⁶ Ajustat cu valoarea operațiunilor de renegociere.

4. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC va înregistra un trend general de scădere pe parcursul intervalului de proiecție, însă în prima parte a acestuia vor fi consemnate fluctuații ale indicatorului (similar perioadei recente), ulterior ritmul dezinflației fiind anticipat să încetinească semnificativ. În structură, inflația de bază este prognozată în reducere graduală, chiar lentă pe termen mediu, în timp ce componentele exogene vor imprima profilul volatil la nivel agregat al indicelui IPC din prima parte a intervalului, în principal ca urmare a unor efecte de bază. În aceste condiții, rata anuală a inflației se va plasa la 4,9 la sută în decembrie 2024, va atinge la finele anului viitor limita superioară a benzii de variație a țintei (3,5 la sută) și va coborî la 3,3 la sută la orizontul proiecției (septembrie 2026). Comparativ cu prognoza din *Raportul asupra inflației* din luna august, rata anuală a inflației IPC se situează la valori mai ridicate pe tot intervalul proiecției, în special până în trimestrul III 2025. La sfârșitul anului curent, ajustarea este de 0,9 puncte procentuale, în principal pe seama evoluțiilor mai nefavorabile pe segmentul alimentelor, îndeosebi grupa LFO (ca efect al condițiilor meteorologice adverse), dar și cea a alimentelor procesate, la care se adaugă revizuirii ascendente ale dinamicii prețurilor la energie electrică și tutun. În a doua parte a intervalului proiecției, inflația *headline* este ușor revizuită în sus (cu 0,1 puncte procentuale, atât în decembrie 2025, cât și la orizontul prognozei anterioare, iunie 2026). Balanța evaluată a riscurilor sugerează posibile abateri în sus ale inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază, în special în cazul materializării unor noi șocuri adverse de natura ofertei.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Dinamica activității economice a partenerilor externi (aproximată prin agregatul PIB UE efectiv) a fost menținută la 1 la sută pentru anul curent, în timp ce pentru anul 2025 aceasta a fost reevaluată descendent, la 1,5 la sută (Tabel 4.1). Revizuirea are loc pe fondul unui efect de reportare asociat perspectivelor mai puțin favorabile în a doua jumătate a anului 2024, în contextul unui nivel redus al încrederii atât în rândul consumatorilor, cât și al companiilor. Pe termen scurt, activitatea economică externă rămâne afectată de condițiile financiare constrângătoare. Astfel, pentru trimestrele III și IV 2024, se prefigurează o creștere trimestrială moderată a PIB UE efectiv. Pe termen mediu însă este previzibilă o dinamizare a activității economice. Contribuții în acest sens sunt anticipate a proveni din partea creșterii graduale a venitului real al gospodăriilor populației și a refacerii încrederii agenților economici, dar și ca urmare a redresării cererii externe extracomunitare (deja vizibilă) și a continuării diminuării efectului restrictiv al politicii monetare a BCE.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2024	2025
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,0	1,5
Inflația anuală din zona euro (%)	2,4	2,2
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	2,8	2,4
Inflația anuală IPC SUA (%)	3,0	2,3
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	3,6	2,3
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,09	1,11
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	80,9	74,6

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

În aceste condiții, deviația cererii externe efective a fost reevaluată în jos în 2025 și este proiectată să persiste pentru mai mult timp în teritoriul negativ, respectiv până în trimestrul II 2025 (față de trimestrul IV 2024 în evaluarea precedentă), iar ulterior să avanseze într-un ritm mai lent la valori pozitive.

Proiecția privind rata medie anuală a inflației din zona euro indică valori foarte apropiate celor din *Raportul* anterior (2,4 la sută în 2024 și 2,2 la sută în 2025). În structură, ușoara revizuire în sens ascendent a inflației de bază este compensată de cea descendentă a inflației la alimente și energie. Rata anuală a inflației este prognozată a atinge reperul BCE de 2 la sută în trimestrul IV 2025, similar ipotezei din *Raportul*

anterior, în timp ce în cazul prețurilor bunurilor din import, care cumulează și efectul cursului de schimb efectiv în raport cu partenerii comerciali, apropierea de nivelul de 2 la sută va avea loc pe parcursul anului 2026.

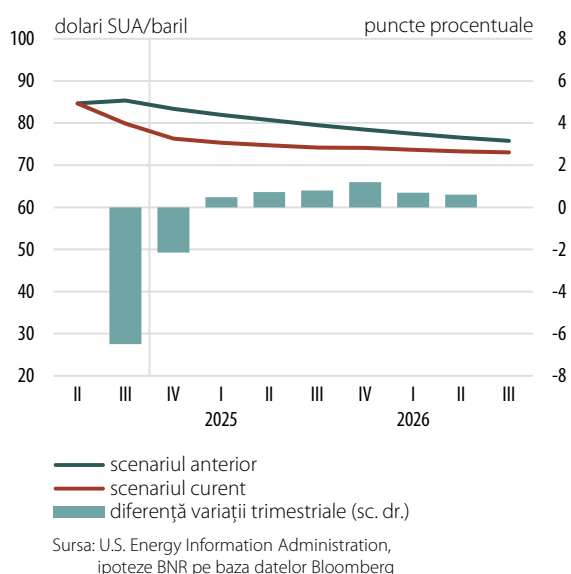
Prognoza ratei inflației IAPC exclusiv energia⁶⁷ din zona euro a fost menținută pentru anul curent la 2,8 la sută, iar pentru anul 2025 a fost revizuită ușor în sus, la 2,4 la sută (+0,1 puncte procentuale). În profil trimestrial, indicatorul urmează o traiectorie continuu descendentă, mai alertă, atât pe termen scurt, cât și pe termen mediu, comparativ cu inflația *headline*. În trimestrele recente, creșterile salariale nominale s-au atenuat, fiind așteptată o temperare graduală a indicatorului și în anii următori. De asemenea, marjele de profit s-au redus, anticipându-se astfel o compensare parțială a transmiterii costurilor cu forța de muncă în prețurile finale. La orizontul prognozei, trimestrul III 2026, rata inflației IAPC exclusiv energia se plasează la un nivel ușor mai ridicat față de cel al inflației *headline* (2 la sută, față de 1,9 la sută).

Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni a atins un punct de maxim în actualul ciclu în trimestrul IV 2023 (4 la sută) și este anticipată a se reduce treptat pe parcursul intervalului de proiecție, până la 2 la sută în trimestrul III 2026. Rata reală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este evaluată să fi atins o valoare maximă în trimestrul II 2024, iar ulterior să se reducă gradual pe parcursul intervalului de prognoză, dar să se mențină în teritoriul pozitiv. Astfel, aceasta va continua să exercite un impact restrictiv asupra activității economice din zona euro, care este însă evaluat a se disipa mai rapid (devenind cvasineutru la mijlocul anului viitor), pe seama reducerii mai alerte în termeni nominali, în special în prima parte a anului 2025, evoluție indicată de cotațiile *futures*.

Traectoria cursului de schimb al euro față de dolarul SUA indică pentru moneda europeană o evoluție stabilă pe termen scurt, urmată de o apreciere ușoară și treptată pe parcursul intervalului de proiecție. Această traiectorie este prefigurată pe fondul așteptărilor privind politica monetară a BCE și, respectiv, cea a Fed. Evoluția prognozată rămâne marcată de un grad ridicat de incertitudine.

⁶⁷ O măsură care aproximează inflația importată a României.

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 73 dolari SUA/baril (Grafic 4.1). La adresa acestei perspective se conturează totuși surse multiple de riscuri, în special cele de ordin geopolitic, care ar putea acționa în sensul creșterii prețului petrolului. Pe latura cererii, pe termen scurt și mediu se manifestă îngrijorările cu privire la slăbirea activității economice la nivel global, cu efect și asupra diminuării cererii de petrol, parțial contrabalansată de posibile stimulente economice de natură fiscală în China. Pe latura ofertei, escaladarea tensiunilor geopolitice din Orientul Mijlociu alimentează îngrijorările cu privire la eventuale întreruperi ale aprovizionării cu petrol din regiune. Astfel, în pofida

unei traiectorii descrescătoare a prețului petrolului indicate de cotațiile *futures*, sunt de subliniat incertitudinile ample cu privire la evoluția acestuia în perioada următoare.

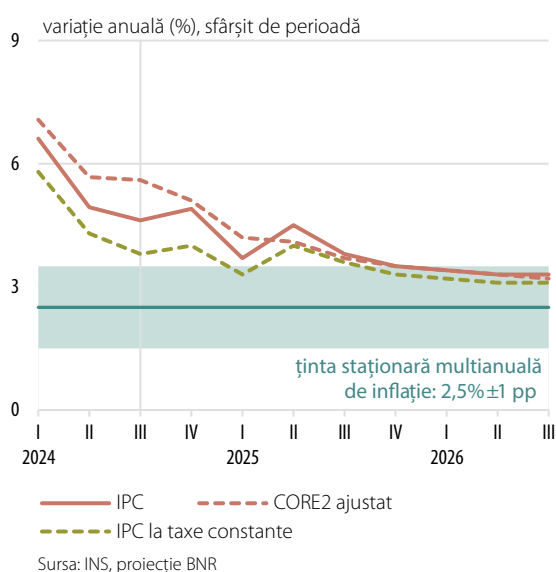
1.2. Perspectivele inflației

După o majorare ușoară în luna iulie, preconizată și în runda anterioară de prognoză, rata anuală a inflației IPC și-a reluat traiectoria descrescătoare în luna august, atingând valoarea de 4,62 la sută la finele trimestrului III 2024. În continuare, tendința generală de diminuare a ratei inflației se va menține și pe parcursul intervalului de proiecție,

însă în prima parte a acestuia vor mai fi consemnate fluctuații ale indicatorului, ulterior ritmul dezinflației IPC fiind anticipat să încetinească semnificativ (Grafic 4.2). În structură, inflația de bază este prognozată în reducere graduală, chiar lentă pe termen mediu, în timp ce componentele exogene vor imprima profilul volatil la nivel agregat al indicelui IPC din prima parte a intervalului, în principal ca urmare a unor efecte de bază.

Astfel, pe termen scurt, rata anuală a inflației va crește în trimestrul IV al anului curent, pe seama dinamizării ritmului anual al prețurilor combustibililor (care au înregistrat scăderi importante în trimestrul IV 2023) și a celui al tarifelor la energia electrică. Indicatorul *headline* va recepta influențe favorabile la începutul anului viitor (asociate eliminării din calculul ratei anuale a majorărilor de impozite indirecte din ianuarie 2024), respectiv nefavorabile în trimestrul II

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



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

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

*) calculat la taxe constante

2025 (asociate reducerilor de prețuri ale gazelor naturale și, respectiv, ale alimentelor neprocesate din trimestrul II 2024). Ulterior, rata anuală a inflației se va înscrie pe o traiectorie de reducere lentă. În aceste condiții, aceasta se va plasa la 4,9 la sută în decembrie 2024, va atinge limita superioară a benzii de variație a țintei la finele anului viitor (3,5 la sută), va coborî la 3,4 la sută în luna martie 2026 și se va reduce la 3,3 la sută la orizontul proiecției (septembrie 2026) (Tabel 4.2).

Comparativ cu prognoza din *Raportul* anterior, rata anuală a inflației IPC se situează la valori mai ridicate pe tot intervalul proiecției, cu diferențe mai ample în special până în trimestrul III 2025. La finele anului curent ajustarea este de +0,9 puncte procentuale. Aceasta a fost determinată în principal de evoluțiile și perspectivele mai nefavorabile pe segmentul alimentelor, în special grupa LFO, dar parțial și pe

segmentul alimentelor procesate, pe fondul secetei pedologice din lunile de vară. În același sens au fost revizuite și contribuția energiei electrice și cea a produselor din tutun, în timp ce rata inflației combustibililor este mai redusă decât în prognoza anterioară la acest orizont. În a doua parte a intervalului proiecției, inflația *headline* este doar ușor revizuită în sus (cu 0,1 puncte procentuale atât în decembrie 2025, cât și la orizontul prognozei anterioare, iunie 2026), pe seama grupei combustibililor.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a continuat corecția descendentă în trimestrul III 2024, însă într-un ritm vizibil atenuat comparativ cu trimestrele anterioare (reducere de doar 0,1 puncte procentuale în septembrie față de iunie, până la 5,7 la sută). În perspectivă, indicatorul se va menține pe o traiectorie continuu descrescătoare. Totuși, după reduceri mai însemnate pe termen scurt (în special în trimestrul I al anului viitor), ritmul dezinflației va încetini semnificativ. În aceste condiții, rata anuală a inflației de bază este proiectată la 5,1 la sută la sfârșitul anului curent, la 3,5 la sută în decembrie 2025 și la 3,2 la sută în septembrie 2026.

În structură, traiectoria prognozată a inflației de bază este configurată pe seama reducerii graduale a dinamicii anuale a prețurilor bunurilor nealimentare și ale serviciilor, situate încă la valori ridicate (7 la sută și, respectiv, 7,4 la sută în septembrie 2024). Cele mai recente date sugerează evoluții favorabile în cazul bunurilor nealimentare, cu semnale coroborative din partea prețurilor producției industriale aferente și a celor din import. Grupa serviciilor continuă să resimtă presiunile inflaționiste persistente provenind din partea costurilor cu forța de muncă, care etalează dinamici robuste, însă în reducere pe termen mediu. De asemenea, este previzibil ca o parte din aceste presiuni să fie atenuate de înregistrarea de către companiile nefinanciare a unor ponderi ale profiturilor în VAB în diminuare din perspectivă istorică (a se vedea Caseta 2). În același timp, o analiză complementară relevă că riscul producerii unei spirale prețuri-salarii va continua să se atenueze în perioada imediat următoare (a se consulta Caseta 3). Rata anuală a inflației subcomponentei alimentare va consemna o evoluție pe ansamblu relativ stabilă, cu fluctuații relativ mici, presiunile recente asociate recoltei interne nefavorabile fiind

atenuate de efecte de bază de sens invers la începutul anului viitor. Comparativ cu restul indicelui, dinamica anuală a subcomponentei este anticipată să rămână la valori semnificativ mai reduse.

Caseta 2. Efectul profiturilor asupra dinamicii salariale

Rata anuală a inflației în România s-a înscris în ultimul an și jumătate pe o traiectorie descendentă (Grafic A), pe fondul unui cumul de factori, precum disiparea treptată a șocului energetic (accentuat de izbucnirea războiului din Ucraina) și a blocajelor din lanțurile globale de aprovizionare, ce au succedat perioadei pandemice, precum și pe fondul epuizării efectelor de bază asociate unor măsuri administrative adoptate de autorități. Pe de altă parte, dinamica câștigurilor salariale a accelerat

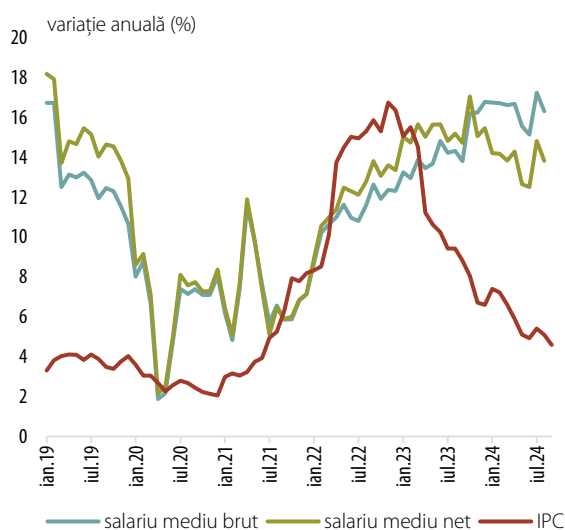
încă de pe parcursul anului 2023, manifestând un caracter inerțial în raport cu inflația, motivația relativei desincronizări între cele două variabile fiind explicată de procesul treptat de recuperare de către salariați a puterii de cumpărare pierdute în urma șocurilor de ofertă din ultimii ani. Creșterea salariilor s-a menținut ridicată și în 2024 și chiar în accelerare în cazul câștigurilor din sectorul public, în timp ce a cunoscut o ușoară atenuare în sectorul privat, ca o reflectare firească a încetinirii activității economice din prima parte a acestui an.

Pe lângă acest răspuns întârziat al dinamicii salariilor la șocuri din perioadele anterioare, o posibilă explicație pentru existența tendinței de reducere a ratei inflației în paralel cu accelerarea și, apoi, diminuarea doar moderată a dinamicii salariale la nivelul întregii economii o constituie și utilizarea de către companii a profiturilor drept tampon pentru atenuarea transmiterii majorării costurilor

salariale într-o creștere proporțională a prețurilor de vânzare ale acestora (Hansen, Toscani, Zhou, 2023; Healy *et al.*, 2024). În literatura de specialitate, rolul pe care îl joacă profiturile în relație cu variabilele specifice pieței muncii a fost studiat recent prin prisma indicatorilor de „retenție a forței de muncă” (engl. *labour hoarding*). Astfel, s-a estimat faptul că o creștere a marjei de profit (profit brut raportat la cifra de afaceri) accentuează fenomenul de retenție a forței de muncă, manifestat cu un decalaj de un an (Botelho, 2024).

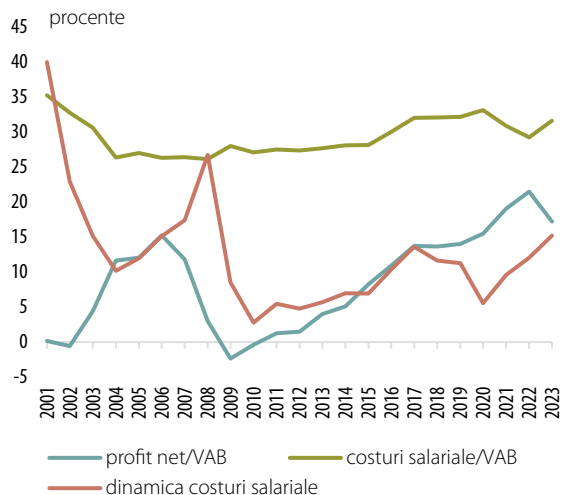
Astfel, firmele mai profitabile pot suporta costurile unei supradimensionări temporare a forței de muncă, comportament dictat de existența unui deficit de forță de muncă și, implicit, de dificultățile privind recrutarea de personal.

Grafic A. Dinamica salarială nominală și evoluția ratei inflației



Sursa: INS, calcule BNR

Grafic B. Evoluția ponderii profiturilor și a dinamicii costurilor salariale în rândul companiilor nefinanciare

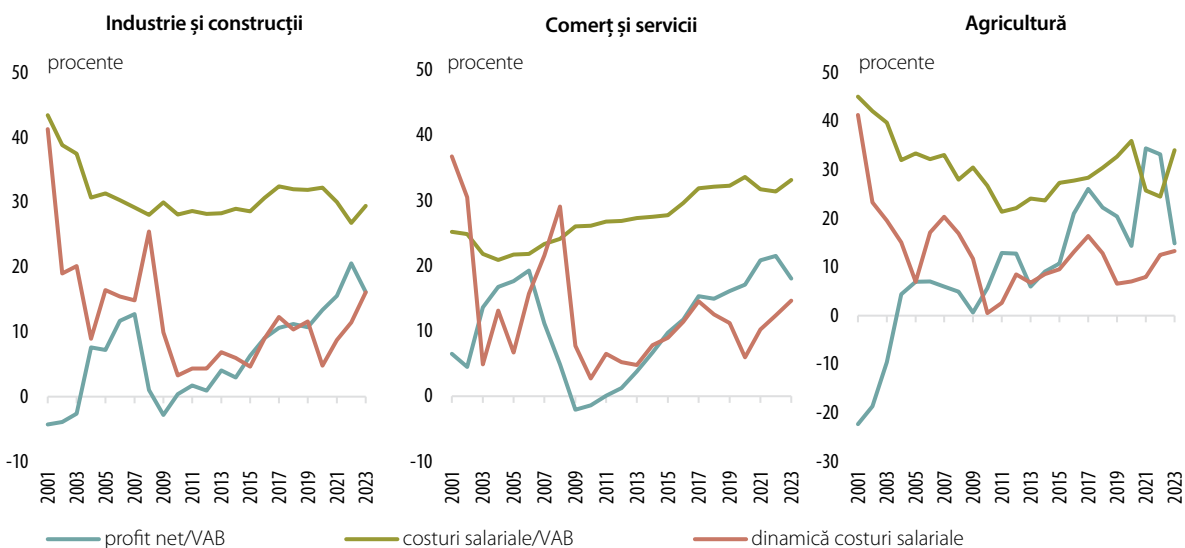


Sursa: datele bilanțiere ale companiilor nefinanciare, MF, calcule BNR

În România, ponderea profiturilor nete în VAB, calculată pe baza datelor bilanțiere ale companiilor nefinanciare raportate Ministerului Finanțelor, a manifestat o creștere susținută în intervalul 2013-2022, în paralel cu dinamizarea costurilor salariale, în special până în 2017 (Grafic B). Pandemia a marcat o încetinire a dinamicii salariale, însă tendința de creștere a ratei profitului s-a menținut. Temperarea activității economice din 2023 a fost corelată cu o reducere a ratei profitului⁶⁸, evoluție consemnată în premieră ulterior crizei financiare globale din 2008-2009⁶⁹. Aceste dinamici sunt vizibile inclusiv la nivel sectorial (Grafic C), scăderea ratei profiturilor în 2023 fiind mai puțin pronunțată în comerț și servicii față de industrie și construcții sau agricultură. În aceste condiții, se conturează posibilitatea ca rata profitului companiilor, care s-a înscris pe un trend crescător ulterior crizei financiare globale

și până în 2022, să fi permis acomodarea unor dinamici salariale la niveluri mai consistente.

Grafic C. Evoluția ponderii profiturilor și a dinamicii costurilor salariale în rândul companiilor nefinanciare din diverse sectoare



Sursa: datele bilanțiere ale companiilor nefinanciare, MF, calcule BNR

⁶⁸ Această dinamică ar putea fi influențată inclusiv de plafonarea adaosului comercial pentru unele produse alimentare de bază, măsură introdusă în august 2023, pentru o perioadă inițială de trei luni. Totuși, această măsură produce efecte directe doar în sectorul „comerț cu amănuntul”, fiind posibil ca prelungirea ei repetată să acționeze în sensul transferului pierderilor către marjele unor produse care nu intră sub incidența plafonării (așa numitul *waterbed effect*).

⁶⁹ A existat o scădere a ponderii profiturilor în VAB și în 2018, însă aceasta a fost marginală (-0,1 puncte procentuale), evoluție ce a constituit mai degrabă o stagnare.

Pentru a ilustra această ipoteză în contextul economiei românești⁷⁰, s-au utilizat datele bilanțiere anuale raportate Ministerului Finanțelor de către companiile nefinanciare cu capital privat, în intervalul 2008-2023. Din seria de valori culese, au fost eliminate valorile extreme, fiind păstrate în eșantion doar firmele cu peste 10 angajați, înlăturându-se apoi și observațiile aparținând primei și ultimei decile a distribuției variabilei „ponderea profiturilor nete în VAB (rata profitului)”. Eșantionul rezultat, utilizat în estimările econometrice, acoperă aproape 60 la sută din efectivul de salariați din sectorul privat (la nivelul anului 2023). Pentru a cuantifica impactul ratei profitului asupra dinamicii costurilor salariale, s-a construit o variabilă binară, căreia i s-a atribuit valoarea 1 dacă firma respectivă înregistrează o rată a profitului mai mare decât mediana și, respectiv, 0 pentru o rată a profitului mai mică sau egală cu mediana. Ca variabile de control s-au utilizat nivelul salariilor și numărul de angajați din anul anterior, dinamica productivității, dimensiunea și vârsta companiei, efecte fixe de sector, an și, respectiv, firmă.

Tabel A. Rezultate estimări

	D.log.salariu
Profit > mediana (t-1)	0,0575*** (0,000864)
D.log.productivitate	0,183*** (0,00239)
log.salariu (t-1)	-0,588*** (0,00366)
log.salariați (t-1)	0,0938*** (0,00251)
Dimensiune & vârstă	DA
Sector x an	DA
Sector	DA
An	DA
Firmă	DA
R ²	55,2%

() abateri standard

***, ** denotă faptul că respectivul coeficient este semnificativ statistic pentru un nivel de încredere de 90%, 95% și, respectiv, 99%

Sursa: datele bilanțiere ale companiilor nefinanciare, MF, prelucrări și estimări BNR

Rezultatele indică o legătură semnificativă între rata profitului din anul anterior și dinamica salarială curentă. Astfel, firmele care înregistrează o rată a profitului în anul anterior peste cea mediană, consemnează o dinamică salarială cu aproape 6 puncte procentuale mai ridicată decât companiile cu o rată a profitului situată sub mediană (Tabel A). Așadar, majorarea ratei profitului companiilor din perioada anterioară anului 2022 ar putea constitui un factor ce a permis susținerea unor dinamici salariale ridicate. Având în vedere reducerea ratelor profitului în 2023, inclusiv în contextul evoluției modeste a activității economice, estimările sugerează și faptul că în 2024 dinamica costurilor salariale ar fi avut potențialul de a se atenua în lipsa altor presiuni, cum ar fi, de pildă, decizia Guvernului de a majora salariul minim din iulie 2024 cu aproximativ 12 la sută⁷¹.

Trebuie reținut, totuși, că prezenta analiză doar cuantifică în ce măsură profiturile au un impact asupra dinamicii salariale, fără a evalua direct aportul

ajustării profiturilor la amortizarea impactului inflaționist al dinamicii salariale (ipoteză sugerată de unele lucrări din literatură), având în vedere că din punct de vedere teoretic prezența acestui din urmă mecanism nu este fără echivoc.

⁷⁰ Estimările de față propun o cuantificare a efectului ratei profitului din anul anterior asupra dinamicii salariale, fără a aduce evidențe asupra transmisiei acesteia din urmă în inflație.

⁷¹ Perspectivă confirmată și de Graficul 2.11 din *Ral* august 2024, ce surprinde descompunerea dinamicii salariale anuale din perspectiva unor factori fundamentali, atribuind un rol semnificativ și în creștere factorilor exogeni (inclusiv politica de venituri) începând cu ultima parte a anului 2023. În lipsa acestora din urmă, dinamica salarială ar fi urmat o traiectorie în atenuare.

Referințe

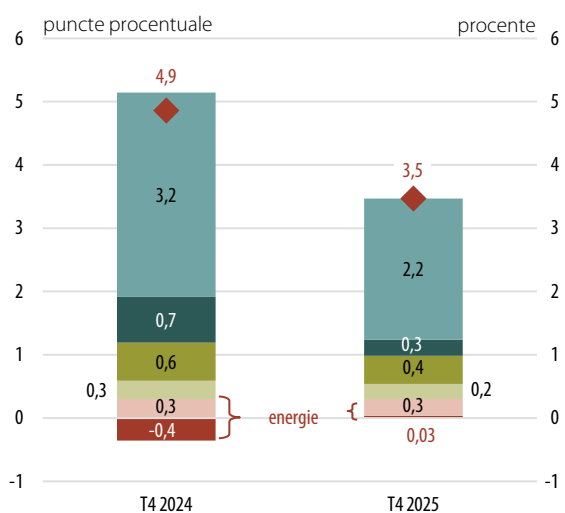
Botelho, V. – „Higher profit margins have helped firms hoard labour”, *ECB Economic Bulletin* 4/2024

Hansen, N. J. H., Toscani, F. G., & Zhou, J. – „Euro area inflation after the pandemic and energy shock: Import prices, profits and wages”, *International Monetary Fund WP/23/131*, 2023

Healy, P., Kuik, F., Morris, R., & Slavik, M. – „Main findings from the ECB’s recent contacts with non-financial companies”, *ECB Economic Bulletin* 3/2024

Dintr-o perspectivă structurală, prognoza în reducere a inflației CORE2 ajustat reflectă în principal contribuții în scădere din partea anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici. Acestea sunt plasate pe o traiectorie continuu descendentă, însă la niveluri superioare benzii de variație a țintei, cu reintrarea preconizată a acestora în intervalul țintei la orizontul trimestrului III 2026. De asemenea, dezinflația va fi favorizată de dinamica prețurilor bunurilor din import, anticipată în scădere mai vizibilă în prima parte a anului curent și ceva mai graduală ulterior, în linie cu evoluția așteptată a inflației anuale IAPC exclusiv energie din zona euro⁷². În același timp, deviația PIB este proiectată la valori doar marginal pozitive, ce reflectă atât condiții favorabile ale cererii interne, dar și, în paralel, acoperirea preponderentă a acestora prin importuri.

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



■ CORE2 ajustat ■ prețuri LFO
■ combustibili ■ energie electrică și gaze naturale
■ prețuri administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)
■ produse din tutun și băuturi alcoolice
◆ inflația IPC (sc. dr.)

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

Sursa: INS, proiecție BNR

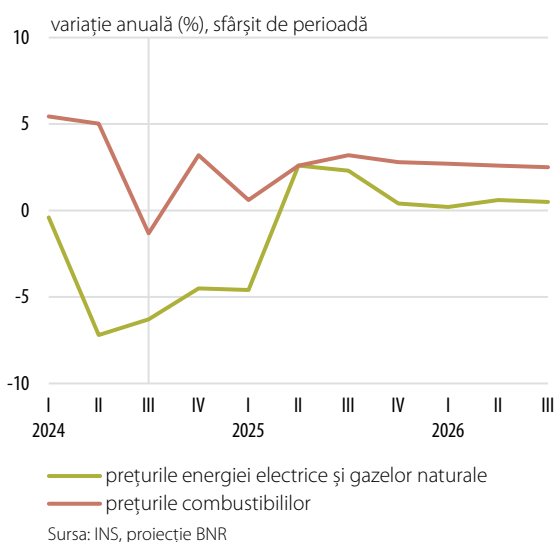
În comparație cu runda anterioară de prognoză, rata anuală a inflației de bază este revizuită în sus în prima parte a intervalului proiecției, respectiv ușor în jos în cea de a doua parte. Astfel, valoarea anticipată pentru finele anului curent este mai ridicată cu 0,5 puncte procentuale. La finele anului viitor prognoza este similară celei din august, iar la orizontul proiecției anterioare, luna iunie 2026, valoarea actualizată este cu 0,1 puncte procentuale mai redusă. Revizuirea din prima parte a intervalului proiecției reflectă presiunile recente pe segmentul alimentar, dar într-o anumită măsură și subestimarea celor persistente de la nivelul subcomponentei serviciilor. În a doua parte a intervalului, reevaluarea este determinată de reconfigurarea pe un palier inferior, apropiat de zero, a traiectoriei deviației PIB.

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 (revizuire în sus față de *Raportul* din august, de +0,5 puncte procentuale), de 1,2 puncte procentuale (nemodificată) în decembrie 2025, iar

⁷² Conform *Proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE* – ediția din septembrie 2024, dinamica medie anuală a indicatorului va coborî de la 2,9 la sută în 2024 la 2,4 la sută în 2025 și la 2 la sută în 2026.

la orizontul proiecției, septembrie 2026, valoarea este prevăzută la 1,3 puncte procentuale (Grafic 4.3). Reevaluarea ascendentă din decembrie 2024 se datorează, în principal, unor evoluții mai nefavorabile în cazul prețurilor volatile ale LFO, al tarifelor la energia electrică, al prețurilor produselor din tutun și al celor administrate, atenuate parțial de corecții ale prețurilor combustibililor și, respectiv, ale cotațiilor gazelor naturale.

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



Prețurile combustibililor vor cunoaște o accelerare de ritm pe parcursul ultimului trimestru al anului curent, pentru restul intervalului de proiecție dinamica acestora fiind prognozată a se menține în proximitatea intervalului țintei. Evoluția de la finele anului curent este imprimată, în principal, de traiectoria cotațiilor petrolului⁷³, dar și de efecte de bază nefavorabile. Ulterior, disiparea efectului statistic asociat majorării accizei din iulie 2024, precum și reducerea lentă a cotațiilor *futures* ale petrolului determină temperarea traiectoriei prognozate a prețurilor combustibililor la valori plasate în interiorul coridorului țintei centrale. Față de *Raportul* precedent, valoarea proiectată pentru decembrie 2024 a fost revizuită semnificativ în jos, în timp ce pentru decembrie 2025, a fost ajustată ușor ascendent, evoluție strict condiționată de traiectoria indicată de cotațiile *futures* ale petrolului.

Tabel 4.3. Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC

variație anuală (%), sfârșit de perioadă

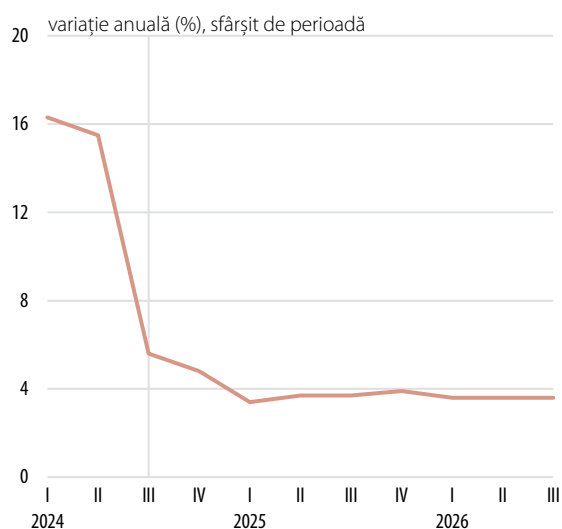
	dec. 2023	dec. 2024	dec. 2025	sep. 2026
Prețuri bunuri energetice	-3,2	-0,5	1,7	1,6
Prețuri combustibili	2,4	3,2	2,8	2,5
Prețuri energie electrică și gaze naturale	-8,1	-4,5	0,4	0,5
Prețuri LFO	6,7	10,2	7,6	7,1
Prețuri administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	14,3	4,8	3,9	3,6
Prețuri produse din tutun și băuturi alcoolice	8,3	9,8	3,4	4,7

Sursa: INS, proiecție BNR

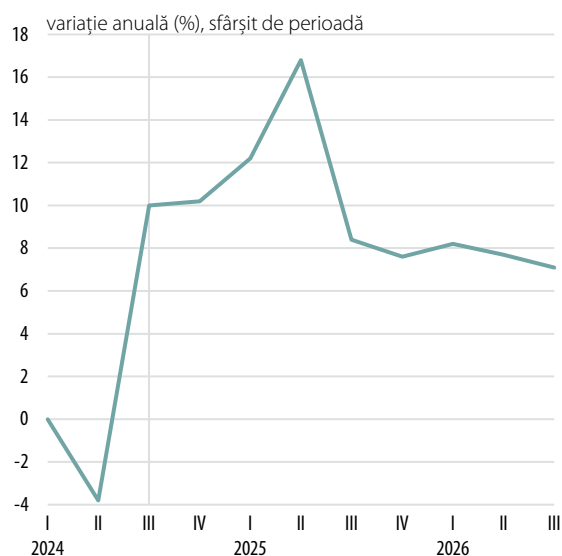
Dinamica anuală a prețurilor energiei electrice și gazelor naturale⁷⁴, sub efectul schemei de plafonare a prețurilor pentru consumatorii casnici, este prognozată a se menține în teritoriu negativ până la expirarea acestei măsuri, finalul lunii martie 2025 (Grafic 4.4, Tabel 4.3). Ulterior, sub ipoteza funcționării în condiții normale a piețelor de profil, sunt anticipate evoluții benigne ale acestei grupe. Față de *Raportul* din august 2024, traiectoria a fost reevaluată în sus, mai vizibil în prima parte a intervalului de proiecție, atât ca urmare a realinierii tarifelor de către principalii operatori de pe piața energiei electrice la nivelul plafonului pentru tranșa superioară de consum (în intervalul iulie-august 2024), cât și pe fondul migrației anticipate a consumatorilor, în perioada rece, către tranșa superioară de consum.

⁷³ Pentru detalii, a se consulta Secțiunea 1.1. Ipoteze externe.

⁷⁴ 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.

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

Scenariul exogen privind evoluția prețurilor administrate, altele decât energia electrică și gazele naturale⁷⁵, fundamentat în principal pe baza evoluțiilor istorice, prevede o temperare a dinamicii anuale pe parcursul următoarelor două trimestre, urmată de o ușoară dinamizare spre finele anului 2025 și de o stabilizare ulterioară în proximitatea limitei superioare a coridorului țintei (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Comparativ cu *Raportul* precedent, doar valorile din prima parte a intervalului proiecției au fost ajustate mai semnificativ în sus, în principal ca urmare a anticipării unor majorări de mai mare amploare ale tarifelor pe segmentul apă-canal-salubritate și ale prețurilor la energia termică în sezonul rece. Pentru restul intervalului de prognoză, dinamica anuală este relativ similară celei din *Raportul* precedent, fiind fundamentată pe baza tiparului istoric al ajustărilor operate în cazul principalelor categorii de produse din cadrul grupei.

Ca urmare a secetei pedologice prelungite din această vară, dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este anticipată a rămâne în plaja valorilor de două cifre în prima parte a intervalului de proiecție (Grafic 4.6, Tabel 4.3). Ulterior, sub ipoteza unei reveniri a temperaturilor la nivelul mediei multianuale, sunt preconizate temperări ale ratelor anuale de creștere, acestea rămânând totuși vizibil deasupra coridorului țintei. În continuare, proiecția acestei componente este condiționată aproape în totalitate de evoluția condițiilor climaterice, care în ultima perioadă au devenit extrem de imprevedibile. Comparativ cu prognoza anterioară, doar valoarea pentru decembrie 2024 a suferit revizuirii, semnificativ în sus.

Traectoria anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este configurată în

principal pe baza majorărilor de accize prevăzute în legislație, dar luând în considerare și comportamentul operatorilor din domeniu privind ajustarea prețurilor finale. Dinamica anuală a grupei este proiectată să decelereze până în trimestrul II 2026, accelerând ulterior la orizontul proiecției, septembrie 2026 (Tabel 4.3). Prognoza pentru finele anului curent a fost revizuită în sus, preponderent pe seama unei scumpiri neanticipate în luna septembrie a pachetului de țigarete, nemotivată de regimul fiscal, iar pentru restul intervalului traiectoria este asemănătoare cu cea din *Raportul* precedent.

⁷⁵ Principalele categorii de produse incluse sunt energia termică, serviciile de apă, canal, salubritate și medicamentele.

Caseta 3. Spirala prețuri-salarii: o abordare bazată pe metodologia *Macro-at-Risk*

Caseta de față prezintă o evaluare empirică cu privire la riscul de apariție a fenomenului de „spirală prețuri-salarii”, un fenomen în care creșterea salariilor și creșterea prețurilor se alimentează reciproc, generând o inflație persistentă. Subiectul este extrem de relevant în contextul celor mai recente dezbateri privind dezinflația relativ lentă la nivel global, în special pe segmentele bunurilor nealimentare și serviciilor. Evaluarea se încadrează în abordarea *Macro-at-Risk*, fundamentată de Adrian *et al.* (2019), și, din punct de vedere metodologic, utilizează modelul econometric al *regresiei pe*

cuantile pentru a estima distribuția de valori posibile ale indicatorului prețuri-salarii, riscul formării unei spirale fiind asimilat percentilei de 95 la sută a acestui indicator (porțiunea din distribuția statistică a indicatorului salarii-prețuri care cumulează 5 la sută din cele mai ridicate valori ale acestuia).

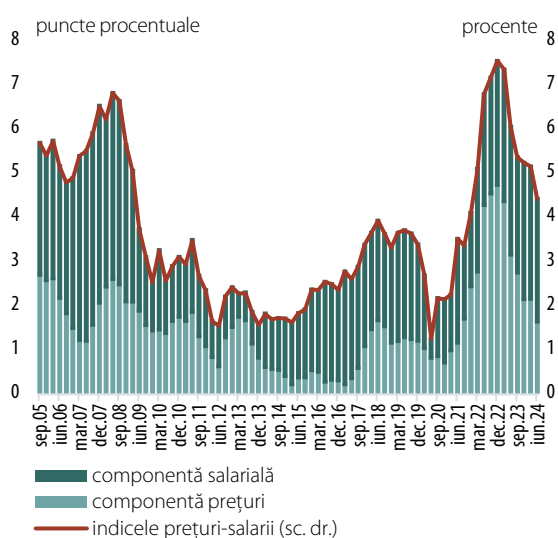
În literatura de specialitate, Alvarez *et al.* (2022) consideră că înregistrarea în mod simultan a unor creșteri ale prețurilor și salariilor în 3 trimestre consecutive din 4 poate să indice formarea unei astfel de spirale, în timp ce Bossay *et al.* (2022) analizează în acest scop perioadele cu dinamici salariale peste cele ale ratei inflației. În ciuda acestor diferențe de abordare, atât în practică, cât și în activitatea de cercetare este general acceptat că un astfel de eveniment este precedat de creșteri alerte, simultane, ale celor două variabile. În analiza lor, Franta și Vlček (2024), sursa de inspirație metodologică și pentru caseta de față, propun

utilizarea unui indicator calculat ca sumă ponderată între variația prețurilor și cea a salariilor nominale. În cazul României, acest indicator (Grafic A) este calculat conform ecuației (1):

$$\text{indice prețuri - salarii}_t = 100 * \left[\frac{1}{\text{std}(\Delta 4p)} * \Delta 4p_t + \frac{1}{\text{std}(\Delta 4w)} * \Delta 4w_t \right] \quad (1)$$

unde p_t este indicele prețurilor de consum (IPC) de la momentul t , corectat pentru efectul de runda I al modificărilor TVA (exprimat în logaritmi naturali), iar w_t salariul nominal brut din sectorul privat⁷⁶ de la momentul t (exprimat în logaritmi naturali). Variațiile prețurilor și, respectiv, ale salariilor sunt ulterior standardizate (folosind abaterea standard a fiecăreia din variabile, $\text{std}(\Delta 4p)$ și $\text{std}(\Delta 4w)$), pentru a echilibra contribuția fiecăreia din componente, pornind de la volatilitatea lor istorică. În acest fel, componentele devin comparabile ca mărime.

Grafic A. Indicele prețuri-salarii determinat pentru România



Sursa: INS, calcule BNR

⁷⁶ Din perspectiva mecanismului teoretic al efectului de spirală, evoluțiile salariale din sectorul public sunt mai puțin relevante deoarece nu se află în mod direct în sarcina financiară a companiilor private, responsabile pentru setarea prețurilor, însă pot influența prin canale indirecte (e.g. efecte de demonstrație) stabilirea prețurilor din sectorul privat.

Plasarea indicatorului prețuri-salarii peste valoarea sa la risc (aproximată prin percentila de 95 la sută a distribuției acestuia) indică posibilitatea apariției unui episod de spirală prețuri-salarii. Determinarea percentilei de 95 la sută s-a realizat în mod condiționat, în funcție de un set de variabile explicative și a fost estimată utilizând modelul de regresie pe cuantile. Totodată, analiza presupune și cuantificarea unor praguri „normale” care caracterizează indicele prețuri-salarii și, respectiv, riscul estimat⁷⁷. Abateri de la aceste praguri semnaleză riscuri de antrenare între prețuri și salarii, cu potențiale consecințe nefavorabile.

Tabel A. Rezultatele estimării regresiei pe cuantile pentru indicele prețuri-salarii, România

Variabilă dependentă	Indicele prețuri salarii (percentila de 95 la sută)
Termen de persistență	0,78** (0,29)
Gap curs real de schimb efectiv (-4)	0,09* (0,06)
Gap PIB (-4)	0,28* (0,14)
Gap ROBOR 3M (-4)	-0,48*** (0,15)
Dinamica indicatorului GSCPI (-4)	0,45** (0,22)
Constantă	2,26** (1,07)
R ²	58,95%

() abateri standard

*, **, *** denotă faptul că respectivul coeficient este semnificativ statistic pentru un nivel de încredere de 90%, 95% și, respectiv, 99%

Sursa: INS, Rezerva Federală din New York, calcule și estimări BNR

Setul de variabile explicative utilizat pentru estimarea distribuției condiționate a valorilor posibile ale indicatorului prețuri-salarii a inclus o serie de factori relevanți pentru cererea agregată din economie (deviația PIB real de la nivelul potențial, deviația cursului de schimb real efectiv de la nivelul de echilibru, deviația ratei nominale a dobânzii interbancare ROBOR 3M de la nivelul de echilibru), dar și indicatorul *Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI), exprimat în dinamică anuală, ca *proxy* pentru șocurile de natura ofertei la nivel global⁷⁸. Aceste perturbări, generate de blocajele din lanțurile internaționale de valoare adăugată, precum și de evoluțiile extreme asociate piețelor de mărfuri energetice, au fost principala cauză a celui mai recent puseu inflaționist.

Rezultatele estimării percentilei de 95 la sută sunt prezentate în Tabelul A. Acuratețea modelului, măsurată prin intermediul unui indicator de tipul R², este de 58,95 la sută⁷⁹.

În perioada analizată (trimestrul III 2005 – trimestrul II 2024) au fost identificate două episoade în care indicele prețuri-salarii s-a situat ușor peste valoarea la risc estimată: trimestrul II 2008 și trimestrul II 2022, particularitățile acestor momente fiind reprezentate în Graficul B (episoadele marcate cu roșu). Primul episod precede criza financiară din 2008-2009. Premergător acestei perioade, BNR a semnalat riscul formării unei spirale prețuri-salarii în *Raportul asupra inflației* din februarie 2008, ca mai apoi acest risc să fie declarat principalul factor ce a condus la înăsprirea politicii monetare în lunile februarie și martie 2008 (a se consulta, de exemplu, *Raportul asupra inflației*, ediția mai 2008). În ceea ce privește cel de-al doilea episod,

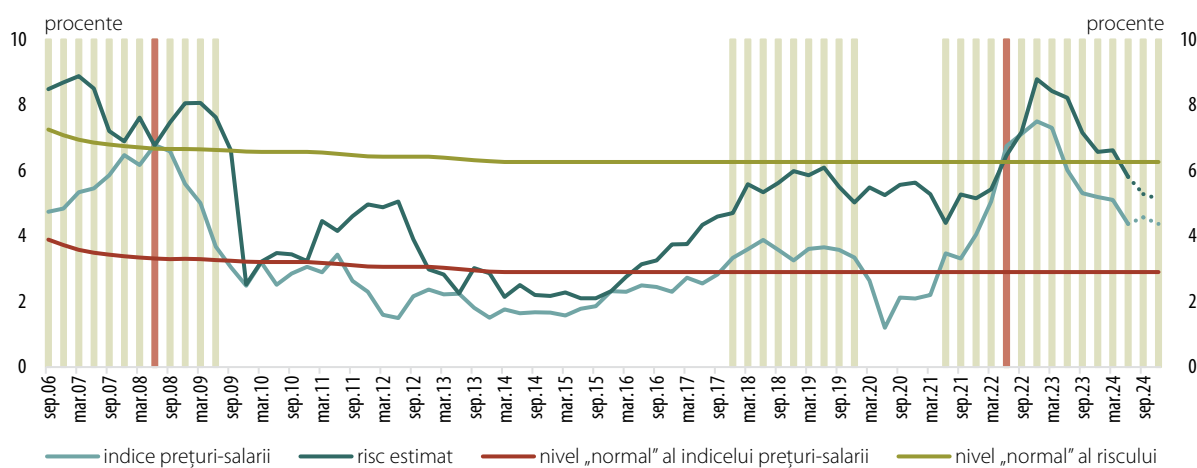
⁷⁷ Nivelul de referință („normal”) al indicelui prețuri-salarii este determinat pe baza ecuației (1), în care dinamica prețurilor este fixată la ținta centrală de inflație, iar dinamica salariilor la media istorică a variabilei. Nivelul de referință („normal”) al riscului este dat de aplicarea a două deviații standard pornind de la nivelul „normal” al indicatorului.

⁷⁸ A fost testată și o specificație alternativă, în care a fost utilizat ca *proxy* al șocurilor de ofertă dinamica indicelui prețurilor producției industriale din sectorul prelucrător. Acesta, spre deosebire de indicatorul GSCPI, surprinde evoluțiile de la nivelul economiei naționale. Rezultatele nu diferă semnificativ de cele prezentate în Caseta de față.

⁷⁹ Valoarea este comparabilă cu rezultatele prezentate de Franta și Vlček (2024) pentru Marea Britanie, SUA și, respectiv, Cehia.

riscul apariției unei spirale prețuri-salarii a fost semnalat în mod constant în minutele ședințelor de politică monetară ale Consiliului de administrație al BNR în intervalul octombrie 2021 – iulie 2022, fiind unul dintre factorii care au stat la baza deciziilor de majorare a ratei dobânzii-cheie.

Grafic B. Indicele prețuri-salarii și percentila de 95 la sută a distribuției sale condiționate



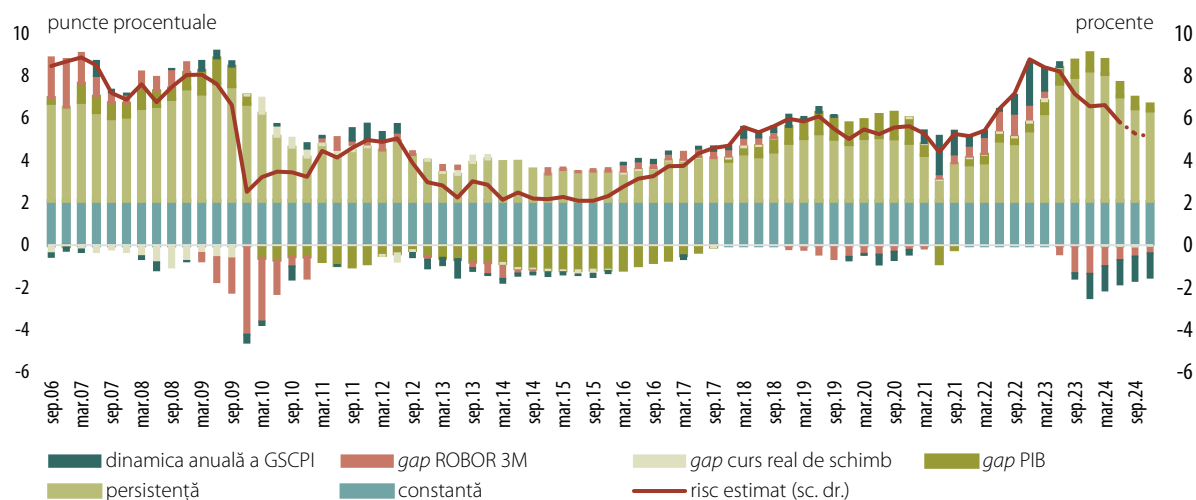
Note: (1) Nivelul „normal” al indicelui prețuri-salarii este determinat pe baza ecuației (1), în care dinamica prețurilor este fixată la valoarea țintei ratei de inflație, iar dinamica salariilor la media istorică a variabilei (considerate valori de referință pentru perioada analizată). (2) Zonele marcate cu verde deschis desemnează episoadele în care indicele prețuri-salarii s-a plasat peste nivelul „normal”, iar cele marcate cu roșu episoadele în care acesta a depășit (marginal) și percentila de 95% a distribuției (riscul estimat). (3) Liniile punctate indică valori prognozate.

Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Comparația cu nivelul „normal” al indicelui relevă trei perioade în care acesta s-a plasat la valori mai ridicate (marcate cu verde deschis în Graficul B): perioada anterioară crizei financiare din 2008, intervalul trimestrul IV 2017 – trimestrul IV 2019 și ulterior trimestrului II 2021. Toate cele trei perioade au fost caracterizate prin majorări salariale substanțiale atât în sectorul bugetar, cât și în cel privat, inclusiv pe fondul celor succesive ale salariului minim pe economie, precum și de niveluri ale ratei inflației IPC situate în general peste limita superioară a intervalului de variație. De asemenea, în prima și ultima perioadă menționată, riscul estimat al înregistrării unor valori ridicate pentru indicele prețuri-salarii și, implicit, al apariției unei spirale inflaționiste, s-a plasat cel puțin la nivelul „normal”. Astfel de evoluții au necesitat adoptarea unei politici monetare prudente, proactive, axată pe ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, în vederea prevenirii declanșării unei creșteri autoîntreținute a nivelului general al prețurilor de consum. Descompunerea riscului pe factori de influență, prezentată în Graficul C, relevă faptul că politica monetară⁸⁰ a acționat în general în sensul reducerii riscului în perioadele menționate.

⁸⁰ În cadrul analizei, impactul politicii monetare este surprins cu un decalaj de patru trimestre.

Grafic C. Descompunerea riscului asociat percentilei de 95 la sută a distribuției condiționate a indicelui prețuri-salarii



Notă: Linia punctată indică valori prognozate.

Sursa: calcule și estimări BNR

Pentru perioada recentă, riscul este estimat a fi coborât sub nivelul „normal” în al doilea trimestru al anului 2024, indicând o atenuare a posibilității de apariție a unei spirale inflaționiste. Totodată, conform prognozelor din scenariul de bază al proiecției, indicatorul prețuri-salarii este anticipat a se menține sub nivelul „normal” al riscului până la finele anului curent (Grafic B). Totuși, în ciuda recentei diminuări a riscului de apariție a unei spirale prețuri-salarii, se apreciază că acesta se menține încă la valori ridicate, necesitând o monitorizare atentă a evoluțiilor. Politica monetară este apreciată ca acționând în continuare în sensul diminuării riscului.

Referințe

Adrian, T., Boyarchenko, N. și Giannone, D. – „Vulnerable growth”, *American Economic Review* 109(4), 2019, pp. 1263-1289

Alvarez, J., Bluedorn, J., Hansen, N. J., Huang, Y., Pugacheva, E. și Sollaci, A. – „Wage-price spirals: what is the historical evidence?”, *IMF Working Paper 22/221*, 2022

Boissay, F., De Fiore, F., Igan, D., Pierres-Tejada, A. și Rees, D. – „Are major advanced economies on the verge of a wage-price spiral?”, *BIS Bulletin* 53, 2022

Franta, M., Vlček, J. – „Wage-price spirals: A risk-based approach”, *CNB Working Paper Series 1/2024*

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

Deviația PIB (*gap-ul PIB*)

Conform Comunicatului INS din 10 octombrie 2024⁸¹, în trimestrul II 2024 PIB real a înregistrat un avans modic în termeni trimestriali (+0,3 la sută), sub așteptările formulate în *Raportul* din luna august. Evoluția a reflectat o compensare aproape integrală între, pe de o parte, dinamizarea puternică a consumului gospodăriilor populației (alimentată substanțial de importuri) și, pe de altă parte, aportul negativ al exporturilor nete (inclusiv pe seama comprimării exporturilor) și, respectiv, cel al formării brute de capital fix.

Pentru a doua jumătate a anului 2024, prognozele pe termen scurt indică o dinamizare doar graduală a PIB real în termeni trimestriali, pe fondul unor semnale mixte din partea indicatorilor conjuncturali. Pe de o parte, așteptările de consolidare a venitului disponibil sunt susținute de parcursul robust al câștigurilor salariale nominale (inclusiv pe fondul majorării salariului minim pe economie în luna iulie) și de intrarea în vigoare a noii legi a pensiilor (cu efecte stimulativă în special pentru trimestrul IV 2024). De asemenea, în pofida caracterului restrictiv al condițiilor monetare reale, creditarea sectorului privat este așteptată a se extinde, fiind susținută de menținerea la un nivel ridicat a încrederii agenților economici (ESI) și de plasarea sub media istorică a nivelului generic de incertitudine (reflectat de dispersia prognozelor analiștilor economici). Pe de altă parte, poziționarea ratei șomajului pe o pantă (ușor) ascendentă este de natură să tempereze creșterea economică. De altfel, semnale de trenare a consumului sunt sugerate de avansul anemic al volumelor cifrelor de afaceri în comerțul cu amănuntul și, respectiv, în serviciile de piață prestate populației din perioada iulie-august. Pe latura investițională, evoluțiile sunt de asemenea mixte. Astfel, pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului III, activitatea industrială a continuat să se comprime în cazul majorității subdiviziunilor, iar perspectivele acestea sunt grevate de deteriorarea răspunsurilor la sondajul DG ECFIN și sondajul PMI aferent industriei prelucrătoare. În sens opus s-au remarcat lucrările de construcții, a căror revenire din perioada iulie-august este coroborată cu îmbunătățirea încrederii în acest sector, conform sondajului conjunctural. Dinamica pozitivă s-a datorat însă exclusiv lucrărilor inginerești, evoluția anemică pe segmentul celor imobiliare fiind așteptată a continua pe termen scurt. Efecte suplimentare ce atenuază dinamica investițiilor provin și din partea valorificării lente a fondurilor europene. La rândul lor, schimburile comerciale internaționale sunt anticipate a fi grevate de parcursul fragil al industriei europene (în acest sens fiind relevante anunțurile marilor producători auto privind necesitatea restructurării unor fabrici), dar și de amplificarea recentă a blocajelor din lanțurile globale de aprovizionare (inclusiv pe fondul intensificării războiului ruso-ucrainean și a conflictului din Orientul Mijlociu). În plus, perspectivele nefavorabile pe termen scurt privind cererea externă sunt sugerate de: menținerea sub media pe termen lung a indicatorului de încredere ESI pentru zona euro, deteriorarea marcantă a răspunsurilor

⁸¹ Trebuie menționat că, în cadrul Comunicatului nr. 266 din 10 octombrie 2024 aferent datelor cu caracter provizoriu 2, INS a operat revizuirii semnificative ale seriilor istorice ale PIB real ajustat sezonier și ale componentelor sale ca urmare a „acțiunii de revizuire majoră coordonată a conturilor naționale și a bilanțelor de plăți la nivelul Uniunii Europene programată pentru anul 2024”. Comparativ cu datele cu caracter provizoriu 1, noile serii publicate sunt, în general, mai volatile și înregistrează valori extreme mai mari, aspecte ce sugerează incertitudini cu privire la structura creșterii prognozate a PIB.

culese din sondajul Sentix și expansiunea lentă a pieței financiare europene (STOXX 600) în trimestrul III 2024. În trimestrul IV, o anumită ameliorare este așteptată în contextul continuării proceselor de relaxare a politicilor monetare ale principalelor bănci centrale.

Pe fondul evoluției PIB real sub așteptări din prima jumătate a anului curent și a perspectivelor ce indică o dinamizare doar graduală a economiei, pentru anul 2024 se estimează o creștere medie anuală inferioară celei înregistrate în anul anterior⁸². Proiecția reflectă, printre altele, trenarea activității industriale (atât internă, cât și în cele mai mari economii europene, cu efect direct asupra exporturilor românești), recent grevată de amplificarea blocajelor din lanțurile de aprovizionare (pe fondul tensiunilor geopolitice), precum și caracterul restrictiv al condițiilor monetare reale. Pentru anul 2025 se preconizează o accelerare moderată a dinamicii PIB real, perspectivă ce depinde inclusiv de revigorarea cererii externe. Un aport favorabil la creșterea economică este asociat și valorificării fondurilor europene din surse multiple⁸³, evoluție care însă a consemnat noi întârzieri în absorbția și utilizarea efectivă a acestor sume în proiecte investiționale.

Traectoria prognozată a creșterii economice este determinată exclusiv de cererea internă, în contextul în care aportul exporturilor nete se preconizează a fi negativ. Pentru anul curent, consumul final este evaluat a-și relua rolul de principal factor de creștere economică (ca urmare atât a dinamizării ritmului, cât și a majorării ponderii acestuia în PIB), în timp ce aportul FBCF este proiectat a fi substanțial mai redus față de cel din anul 2023. Totuși, pe termen mediu se anticipează o redresare a contribuției FBCF, sub ipoteza atragerii de fonduri europene, dar și de investiții străine directe. Începând din acest an, aportul exporturilor nete este prefigurată să redevină negativ (după cel ușor pozitiv din anul 2023), pe fondul unei traiectorii a exporturilor de bunuri și servicii substanțial sub cea preconizată în cazul importurilor.

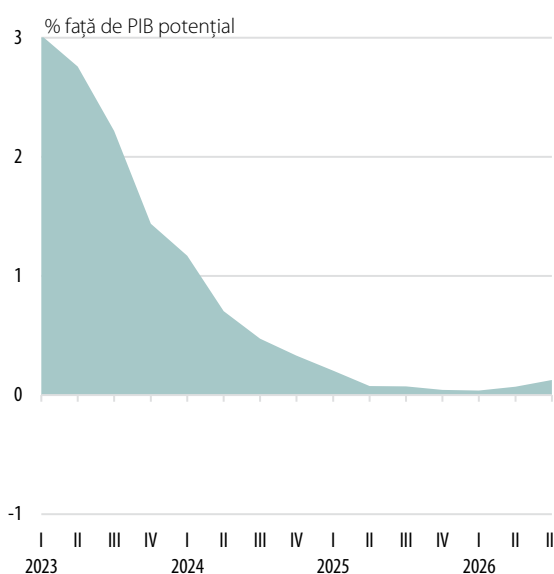
Pe parcursul intervalului de proiecție, dinamica PIB potențial este anticipată a continua cu ritmuri medii anuale relativ robuste, în ușoară accelerare începând cu anul următor. Comparativ cu *Raportul* precedent, în condițiile deteriorării neanticipate a activității economice din prima parte a anului curent, în particular a formării brute de capital fix, traiectoria PIB potențial a fost reevaluată în sens descendent pe întregul interval de prognoză, mai cu seamă pe parcursul anului 2024. Revizuirea indicatorului reflectă contribuții mai reduse din partea trendului productivității totale a factorilor (TFP) și, respectiv, a acumulării stocului de capital, pe fondul efectelor persistente ale contracției recente și al reevaluării perspectivelor investițiilor, inclusiv în contextul ipotezei unui impact mai atenuat din partea finanțărilor asociate programului „Next Generation EU”.

Principalul resort al dinamicii PIB potențial va rămâne acumularea stocului de capital, reflectând dinamica excepțională a formării brute de capital fix din anul precedent, precum și perspectivele de redresare a parcursului acesteia, ulterior deteriorării din

⁸² În anul 2023, creșterea medie anuală a PIB a fost de 2,4 la sută. Contribuția variației stocurilor, componentă cu un conținut economic limitat, a fost negativă și de o magnitudine ridicată, sugerând incertitudini cu privire la structura finală a creșterii PIB (după efectuarea, în timp, de către INS a tuturor revizuirilor de date statistice, publicarea celor definitive pentru anul 2023 se așteaptă a avea loc în octombrie 2025).

⁸³ Începând cu anul 2025, cadrul financiar multianual 2021-2027 și, respectiv, programul „Next Generation EU” (2021-2026).

primele două trimestre ale anului curent. Totuși, evoluția favorabilă a investițiilor este preconizată a consemna unele încetiniri de ritm, în condițiile resorbirii efectelor stimulative din partea ratelor reale ale dobânzilor bancare (evaluate a fi devenit deja pozitive în cazul creditelor noi încă de la sfârșitul anului trecut), precum și ale impactului estimat al unor măsuri fiscale adoptate de autorități cu privire la regimul de impozitare aplicat companiilor. În acest context, surse esențiale de finanțare a FBCF sunt prevăzute a fi alocate prin intermediul intrărilor de fonduri de natura investițiilor străine directe și, respectiv, a fondurilor europene⁸⁴. Contribuția forței de muncă este proiectată a rămâne doar moderat pozitivă, reflectând inclusiv o creștere ușoară a populației în vârstă de muncă, o evoluție preconizată a fi temporară, respectiv numai

Grafic 4.7. *Gap-ul PIB*

Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

pe parcursul anului curent. Pe termen mediu și lung, componenta rămâne grevată de evoluțiile demografice dar și de cele migratorii nefavorabile persistente din România. Aportul trendului TFP este trenat de performanțele relativ modeste ale companiilor în identificarea unor soluții inovative, inclusiv în ceea ce privește integrarea digitalizării în desfășurarea activității acestora⁸⁵. Totuși, contribuția trendului TFP este proiectată în redresare graduală pe termen mediu, reflectând continuarea eforturilor de re tehnologizare și eficientizare energetică. În perspectivă, atât la adresa traiectoriei PIB, cât și a PIB potențial, rămân relevante efectele adverse ale incertitudinii asociate tensiunilor geopolitice la nivel mondial și ale unor posibile noi sincope de amploare în lanțurile de aprovizionare globală.

După scăderea consemnată pe tot parcursul anului anterior, continuată și în 2024, *gap-ul* PIB se va poziționa în trimestrul IV 2024 la o valoare doar ușor

inferioară celei proiectate în *Raportul* precedent și apropiată de zero, în contextul recentelor evoluții sub așteptări ale PIB și al anticipării unei dinamizări doar graduale pe termen scurt. În continuare, *gap-ul* PIB se menține ușor peste valoarea nulă pe întregul interval de proiecție, traiectorie condiționată inclusiv de ipotezele privind evoluția preconizată a deficitului bugetar (Grafic 4.7)⁸⁶.

Din perspectiva factorilor fundamentali ai *gap-ului* PIB, impulsul fiscal este evaluat să exercite efecte stimulative pe ansamblul anului 2024, revizuite în acest sens ulterior

⁸⁴ La momentul redactării acestui *Raport*, volumul intrărilor de fonduri aferente cadrului financiar multianual (CFM) standard reflectă epuizarea aproape în totalitate a celui (prelungit) din intervalul 2014-2020, precum și o ușoară îmbunătățire a celui aferent perioadei 2021-2027, însă semnificativ sub intrările lunare din prima parte a anului. Suplimentar, un rol esențial revine proiectelor finanțate prin intermediul programului „Next Generation EU”, în condițiile în care există deja anumite întâzieri acumulate atât în atragerea fondurilor planificate, cât și în implementarea efectivă a sumelor atrase.

⁸⁵ Conform Innovation Scoreboard 2024, România rămâne încadrată în clasa „inovatorilor modești”, pe ultimul loc în rândul țărilor membre UE. În același timp, comparativ cu anul 2023, în categoria menționată se remarcă o scădere a performanței doar în cazul României.

⁸⁶ 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, într-o măsură mult mai redusă, 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).

majorării cuantumului deficitului bugetar în urma rectificării bugetare din luna septembrie, iar în decursul anului următor, unele relativ neutre. În cadrul *Raportului* anterior, efectele asociate impulsului fiscal erau anticipate ca fiind aproximativ neutre în 2024, iar ulterior stimulative. În schimb, politica monetară își menține conduita restrictivă la adresa activității economice pe parcursul întregului interval de prognoză. Cât privește deviația de la trend a cererii externe, comparativ cu evaluarea precedentă, aceasta este proiectată să persiste pentru mai mult timp în teritoriul negativ (până în trimestrul II 2025, față de trimestrul IV 2024 în evaluarea precedentă), iar ulterior să avanseze într-un ritm mai lent la valori pozitive.

Componentele cererii agregate

Pe ansamblul anului curent, consumul final este evaluat a-și intensifica dinamica, redevenind factorul determinant al creșterii economice. Pe restul intervalului de proiecție, componenta este anticipată a avea ritmuri de creștere relativ robuste. Evoluția consumului este susținută de avansul alert al venitului disponibil real (în accelerare notabilă în acest an), datorat atât majorărilor salariale (ce reflectă inclusiv măsurile adoptate de autorități în vederea impulsivării veniturilor populației⁸⁷), cât și reducerii graduale a inflației. Pe termen mediu, rămân însă relevante incertitudinile persistente generate de războiul din Ucraina și de conflictul din Orientul Mijlociu, precum și o serie de factori interni, în particular cei legați de configurația măsurilor de consolidare fiscală ce vor fi adoptate de autorități începând cu anul viitor, inclusiv în contextul încetării planificate a schemei de plafonare a prețurilor la energie. Prin urmare, nu este exclusă o anumită tendință de moderare a consumului, mai cu seamă în cazul categoriilor de consumatori vulnerabili.

Formarea brută de capital fix, componentă caracterizată în decursul ultimilor ani de o reziliență notabilă, este estimată a-și încetini substanțial creșterea în 2024, în condițiile unei deteriorări înregistrate deja în prima parte a acestui an. Pe parcursul intervalului de proiecție, FBCF este preconizată a se redresa, revenind la ritmuri medii anuale consistente. Perspectivele privind parcursul acesteia sunt strict condiționate de dinamizarea activității economice interne și externe, de încrederea mediului investițional, precum și de conduita autorităților în privința atragerii de fonduri europene, cu efecte favorabile de antrenare asupra proiectelor derulate în sectorul privat. În acest context, un rol esențial revine programului „Next Generation EU”, al cărui progres se prefigurează, pe baza datelor acumulate, a fi lent în implementarea efectivă a sumelor alocate și transferate. Suplimentar, resursele destinate investițiilor ar putea fi afectate de reformele fiscale adoptate în vederea creșterii gradului de impozitare a companiilor. În perspectivă, în funcție de măsurile adoptate începând din 2025 în vederea consolidării fiscale, planurile și strategiile investiționale ale companiilor ar putea suferi reevaluări notabile.

În cadrul scenariului de bază, evoluția negativă anticipată a exporturilor de bunuri și servicii din 2024 reflectă contracția componentei din prima parte a anului, precum și

⁸⁷ Printre măsurile intrate în vigoare la 1 ianuarie 2024 se numără: (i) majorarea alocațiilor, a punctului de pensie și a pensiei minime; (ii) creșterea salariilor angajaților din sectorul public, urmată de o indexare suplimentară în luna iunie. Totodată, de la 1 iulie 2024 a fost majorat salariul minim cu 12,1 la sută (de la 3 300 de lei la 3 700 de lei). Noi creșteri ale venitului disponibil au avut loc pe fondul recalculării pensiilor, începând cu 1 septembrie 2024. La aceste măsuri se adaugă și carduri sociale în cuantum de 250 de lei, acordate la fiecare două luni. De precizat este și planificarea unei creșteri a salariului minim în ianuarie 2025, până la nivelul de 4 050 de lei, menționată în Hotărârea de Guvern din data de 21 octombrie 2024.

perspectivele modeste privind evoluția pe termen scurt. Pe termen mediu, traiectoria exporturilor este anticipată a reveni gradual la ritmuri medii anuale mai robuste, însă rămâne influențată de incertitudinea cu privire la desfășurarea conflictelor militare, a căror eventuală exacerbare ar afecta suplimentar funcționarea lanțurilor de aprovizionare globală. În ceea ce privește condițiile monetare, cursul de schimb real efectiv (calculat prin deflatare cu dinamicile IPC din România și țările partenere) este anticipat a se menține supraevaluat până la orizontul prognozei, continuând astfel să imprime efecte restrictive la adresa competitivității prin preț a produselor românești, însă în diminuare graduală a intensității începând de anul viitor. După contracția din 2023, importurile de bunuri și servicii sunt prognozate a înregistra un avans susținut pe parcursul intervalului de proiecție (mai cu seamă în acest an), reflectând evoluția în ansamblu a cererii interne (în special avansul consumului). În aceste condiții, se prefigurează reluarea, din 2024, a unei contribuții negative a exporturilor nete la creșterea economică.

Ulterior corecției consistente de anul trecut (de 2,2 puncte procentuale), dezechilibrul extern se anticipează că va înregistra o nouă amplificare în anul 2024, iar pe termen mediu va rămâne la valori ridicate. În acest sens, se preconizează că măsurile deja legiferaute (de exemplu, recalcularea pensiilor și creșterile salariale acordate în sectorul public) se vor oglindi și în nivelul dezechilibrului extern. O astfel de evoluție reflectă inclusiv capacitatea redusă a producției interne de a acoperi cererea solvabilă excedentară. Revenirea la o tendință de corecție a deficitului pe intervalul prognozei este condiționată de ritmul, dar, într-o anumită măsură, și de componența măsurilor din cadrul procesului de consolidare fiscală. În actuala conjunctură însă, riscuri în sensul creșterii la adresa deficitului extern decurg dintr-o posibilă reaccentuare semnificativă a sincopelor din lanțurile globale de valoare adăugată pe fondul exacerbării tensiunilor geopolitice, dar și din încetinirea activității economice a principalilor parteneri comerciali ai României, în special în Germania.

După majorarea ușoară din anul 2023, gradul de acoperire a deficitului de cont curent din surse stabile, non-generatoare de datorie externă este evaluat, începând cu anul 2024, a se poziționa la valori mai modeste. În cazul transferurilor de capital, comprimarea rambursărilor de fonduri europene din CFM 2014-2020 se prefigurează a fi doar parțial contrabalansată de perspectivele unei îmbunătățiri a intrărilor din CFM 2021-2027. Se anticipează că investițiile străine directe vor rămâne la niveluri robuste, poziționate în termeni absoluți peste cele înregistrate în perioada pre-pandemică, însă și în cazul acestora cele mai recente date indică evoluții mai puțin favorabile comparativ cu evaluările din *Rapoartele* anterioare.

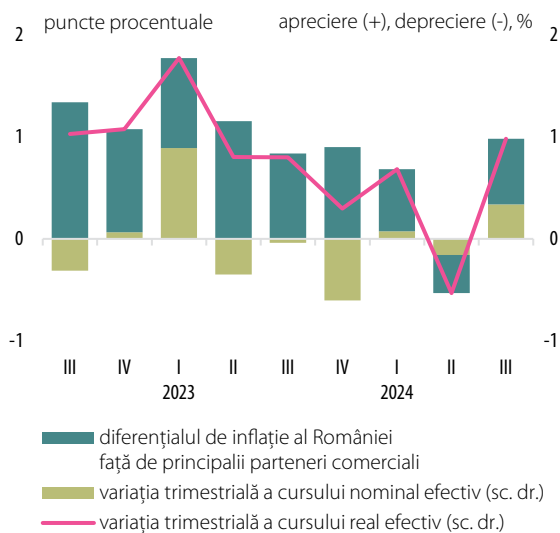
Condițiile monetare în sens larg

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 prevede menținerea caracterului restrictiv al condițiilor monetare reale în sens larg pe parcursul întregului interval de prognoză. Această dinamică va avea loc în contextul continuării propagării în economie a deciziilor de politică

monetară ale Consiliului de administrație al BNR, care prevăd asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Grafic 4.8. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

În structura condițiilor monetare în sens larg, cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.8) va continua să imprime efecte restrictive competitivității prin preț a produselor românești, cu impact transmis prin intermediul canalului exporturilor nete. Efectele sunt proiectate a fi ușor mai accentuate comparativ cu *Raportul* anterior. Aportul cursului de schimb real efectiv este evaluat în contextul aprecierii anterioare în termeni reali a monedei naționale, asociate efectului dominant al poziționării ratei interne a inflației peste cea a partenerilor comerciali. În schimb, influențele ratelor reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt așteptate a se menține la valori relativ neutre pe tot intervalul 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.

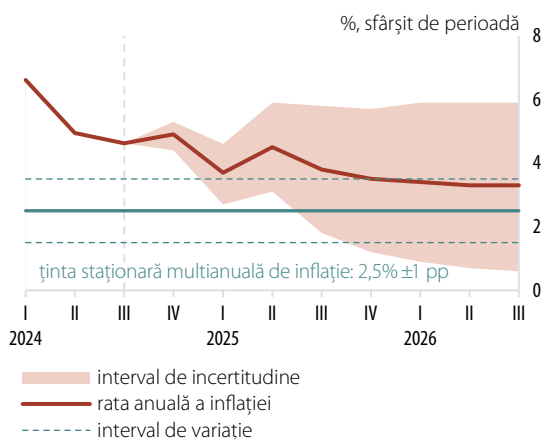
Efectul de avuție și de bilanț este evaluat a se menține la valori restrictive, în diminuare graduală, pe tot parcursul intervalului de proiecție. În structură, dinamica acestuia reflectă în principal tendința de scădere a ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), pe fondul reducerii treptate 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 persistente 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 evaluată a riscurilor (Grafic 4.9) sugerează posibile abateri în sus ale ratei anuale a inflației de la traiectoria din scenariul de bază. Odată cu accentuarea tensiunilor geopolitice din Orientul Mijlociu, a sporit relevanța unor noi șocuri adverse de natura ofertei cu potențial inflaționist, deși până în prezent efectele directe în plan economic au fost unele relativ reduse. În schimb, o eventuală trenare a activității economice la nivel global ar urma să aibă o tracțiune dezinflaționistă. Pe plan intern persistă incertitudinile privind configurația viitoare a pachetului de consolidare fiscală, deși, în perioada scursă de la ultimul *Raport*, autoritățile au inițiat elaborarea unui *Plan bugetar-structural național pe termen mediu*.

Scenariul de bază respectă principiul includerii doar a măsurilor fiscale legiferate sau aflate într-un stadiu avansat al procesului legislativ. Deși *Planul bugetar-structural național pe termen mediu* indică traiectoria țintită de autorități pentru ajustarea, pe o perioadă de șapte ani, a deficitului bugetar, măsurile concrete de natura veniturilor și cheltuielilor ce asigură corecția deficitului excesiv nu sunt încă individualizate, rămânând,

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



ca atare, în continuare grevate de un grad ridicat de incertitudine. În contextul unei preconizate reforme fiscale ce va fi inițiată pe parcursul anului 2025, documentul enumeră o serie de posibile revizuiți ale prevederilor legale la nivelul mai multor categorii de venituri și cheltuieli, fără a fi însă oferite detalii privind conținutul precis, magnitudinea ori eșalonarea în timp a acestora. Pe termen scurt, în funcție de caracteristicile pachetului de măsuri, se pot manifesta atât presiuni inflaționiste suplimentare (cel puțin timp de 12 luni, în eventualitatea majorării cotelor unor impozite indirecte, de natura taxei pe valoarea adăugată sau a unor accize), cât și unele de sens contrar (în cazul creșterii impozitelor directe sau al limitării cheltuielilor bugetare). Pe termen mediu și lung însă, este de așteptat ca impactul să fie unul cu certitudine dezinflaționist, indiferent de pachetul de măsuri de consolidare ce urmează a fi implementat.

Aplicarea unui pachet consistent de măsuri de corecție fiscală ar putea, în raport cu structura acestuia, să inducă și o serie de modificări ale comportamentului agenților economici. În cazul gospodăriilor populației, nu ar fi exclusă o atitudine mai precaută, reflectată într-o accentuare a economisirii, în defavoarea consumului. Totodată, companiile ar putea amâna o serie de decizii investiționale până la clarificarea întregului set de măsuri care le-ar putea influența activitatea inclusiv pe termen mediu. În același timp, posibila creștere a impozitării veniturilor ar motiva presiuni ascendente asupra salariilor din mediul privat în vederea conservării puterii de cumpărare a veniturilor nete. Pe termen mediu, incertitudini sunt atribuite implementării legislației privind alinierea salariului minim la standarde europene, precum și acomodării, într-o astfel de situație, de către companii a costurilor salariale suplimentare.

În cazul pieței muncii, riscuri decurg inclusiv din persistența în ultima perioadă a unui grad relativ ridicat de tensionare a acesteia. Dinamica alertă a salariilor din sectorul public s-ar putea propaga prin efecte de demonstrație și în cel privat, îndeosebi în sectoarele marcate de un deficit mai pronunțat al forței de muncă, putând conduce, astfel, la presiuni inflaționiste persistente. Pe termen mediu, acestea ar putea fi alimentate de eventuale accentuări ale deficiențelor structurale care caracterizează piața muncii din România. În schimb însă, conform versiunii actuale a *Planului bugetar-structural național pe termen mediu*, autoritățile au în vedere o moderare a dinamicii salariale din sectorul public cu scopul limitării cheltuielilor guvernamentale, dar și al realinierii, în perspectivă, a dinamicii costurilor cu forța de muncă cu cea a productivității muncii.

Trenarea corecției deficitului bugetar excesiv este susceptibilă a avea repercusiuni asupra percepției investitorilor străini, reflectate în posibile ajustări ale calificativului investițional al României din partea agențiilor de rating. Dezechilibrele macroeconomice ample și persistente, coroborate cu eventuale accentuări ale turbulențelor de pe piețele financiare internaționale, ar putea conduce la ieșiri bruște și substanțiale de capitaluri, ce s-ar traduce într-o exacerbare a primei de risc suveran, cu impact direct asupra cursului de schimb și, implicit, asupra ratei anuale a inflației. Totodată, în eventualitatea unor abateri semnificative de la traiectoria agreată în *Planul bugetar-structural național pe termen mediu*, legislația europeană prevede inclusiv aplicarea unor sancțiuni din partea Comisiei Europene.

Pe plan extern s-au amplificat riscurile asociate tensiunilor geopolitice, a căror intensificare recentă ar putea induce noi presiuni inflaționiste, îndeosebi în cazul cotațiilor bunurilor energetice. Spre exemplu, noi puseuri ale prețului petrolului, chiar mai ample decât cele consemnate recent, ar putea avea loc în eventualitatea afectării unor puncte critice ale infrastructurii petroliere din Iran sau a introducerii unor sancțiuni economice mai categorice. Potențiale riscuri vizează inclusiv prețul viitor al gazelor naturale, pe fondul unei posibile întreruperi a tranzitului gazului rusesc prin Ucraina. Pe plan intern, incertitudini suplimentare sunt atribuite nivelurilor de preț prevalente ulterior expirării schemei de plafonare a prețurilor energiei electrice și gazelor naturale la 31 martie 2025.

Efectele economice ale tensiunilor geopolitice nu sunt singura sursă potențială de presiuni inflaționiste. În paralel, riscuri sunt asociate fenomenelor climatice extreme tot mai frecvente, cu efecte multiple și covârșitor adverse. Episoade recurente de secetă sau inundații devastatoare ar afecta culturile agricole atât pe plan intern, cât și regional sau internațional, reclamând investiții suplimentare pentru adaptarea la potențiale noi șocuri similare. În acest an, seceta prelungită și-a pus amprenta asupra prețurilor bunurilor agroalimentare, scenariul de bază încorporând deja unele deteriorări ale perspectivelor inflaționiste provenind din aceste surse. Efecte de sens contrar, dar probabil cu implicații economice benefice doar pe un orizont de timp scurt, ar fi generate în eventualitatea introducerii unei scheme precum cea vehiculată în spațiul public privind plafonarea adaosului comercial în cazul bunurilor agroalimentare procesate în România. Acomodarea acestei măsuri ar putea crea însă distorsiuni în piață pe seama unor reacții potențial diferite din partea mediului de afaceri, în special ca amplitudine a reacției, față de cele din perioadele anterioare, neputând fi excluse creșteri compensatorii ale prețurilor unor bunuri aflate în afara incidenței schemei.

Tabloul de riscuri la adresa inflației este completat de factori cu tracțiune dezinflaționistă provenind din partea cererii agregate. Incertitudini sunt asociate trenării activității economice la nivel global. Un impact mai consistent ar fi asociat unei continuări a decelerării activității industriale din Germania, principalul partener comercial al României. De altfel, conform unor estimări recente, economia Germaniei, implicit și cea a Uniunii Europene, ar urma să fie puternic afectată în eventualitatea escaladării tensiunilor comerciale între principalele blocuri economice, în special în cazul unor măsuri de restricționare, chiar și parțială, a comerțului liber cu SUA. Redresarea economică la nivel european ar putea încetini și în contextul aplicării prevederilor noului cadru de guvernare economică, reclamând introducerea unor pachete de consolidare fiscală

în principalele economii ale Uniunii. La nivel mondial, nu sunt excluse nici efecte de contagiune din partea Chinei, având în vedere gradul relativ ridicat de integrare a acestei economii în lanțurile globale de valoare adăugată. Similar rundelor precedente, deciziile viitoare de politică monetară ale băncilor centrale majore și ale celor din regiune își reconfirmă importanța.

Abrevieri

BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CASS	contribuția de asigurări sociale de sănătate
CE	Comisia Europeană
CFM	Cadrul Financiar Multianual
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
Fed	Sistemul Federal de Rezerve al Statelor Unite ale Americii
FOMC	Comitetul Federal pentru Piețe Deschise
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IFN	instituții financiare nebankare
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
ISD	investiții străine directe
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MADR	Ministerul Agriculturii și Dezvoltării Rurale
MF	Ministerul Finanțelor
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
PNRR	Planul Național de Redresare și Reziliență
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
SEBC	Sistemul European al Băncilor Centrale
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
USDA	Departamentul pentru Agricultură al Statelor Unite ale Americii
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	45
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	46
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	50
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază	52
Casetă 2		
Tabel A	Rezultate estimări	55
Tabel 4.3	Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC	57
Casetă 3		
Tabel A	Rezultatele estimării regresiei pe cuantile pentru indicele prețuri-salarii, România	60

Lista graficelor din text

	Proгноza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Cotația țițeiului și prețul combustibililor	16
Grafic 1.3	Prețurile alimentare	16
Grafic 1.4	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	17
Grafic 1.5	Evoluția inflației de bază CORE2 ajustat	17
Grafic 1.6	Anticipații privind evoluția prețurilor	18
Grafic 1.7	IAPC mediu anual în UE – sep. 2024	18
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	19
Grafic 2.2	Consumul populației	20
Grafic 2.3	Construcții	21
Grafic 2.4	Investiții, exclusiv construcții	22
Grafic 2.5	Comerț exterior	22
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	Gradul de tensionare a pieței muncii	25
Grafic 2.10	Principalele probleme întâmpinate de companii în desfășurarea activității	25

Caseta 1

Grafic A	Efectul asupra dinamicii salariale sectoriale asociat deficitului de forță de muncă	27
Grafic B	Impactul asupra ratei inflației al deficitului de forță de muncă	29
Grafic C	Contribuția deficitului de forță de muncă sectorial la majorarea ratei inflației	29
Grafic 2.11	Efectivul salariaților din economie	31
Grafic 2.12	Evoluția salariului mediu brut pe economie	31
Grafic 2.13	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	32
Grafic 2.14	Prețurile producției industriale pentru piața internă	33
Grafic 2.15	Prețurile producției agricole	34
Grafic 2.16	Costurile unitare cu forța de muncă	35
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	36
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	41
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	42
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	43
Grafic 3.5	Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației	43
Grafic 3.6	Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare	43
Grafic 3.7	Cursul de schimb nominal	44
Grafic 3.8	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	45
Grafic 3.9	Principalele componente ale masei monetare	47
Grafic 3.10	Creditul acordat sectorului privat pe monede	47
Grafic 3.11	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	48
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	51
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	51

Caseta 2

Grafic A	Dinamica salarială nominală și evoluția ratei inflației	53
Grafic B	Evoluția ponderii profiturilor și a dinamicii costurilor salariale în rândul companiilor nefinanciare	54
Grafic C	Evoluția ponderii profiturilor și a dinamicii costurilor salariale în rândul companiilor nefinanciare din diverse sectoare	54
Grafic 4.3	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	56
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale	57

Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	58
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor LFO	58
Caseta 3		
Grafic A	Indicele prețuri-salarii determinat pentru România	59
Grafic B	Indicele prețuri-salarii și percentila de 95 la sută a distribuției sale condiționate	61
Grafic C	Descompunerea riscului asociat percentilei de 95 la sută a distribuției condiționate a indicelui prețuri-salarii	62
Grafic 4.7	Gap-ul PIB	65
Grafic 4.8	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	68
Grafic 4.9	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	69

