

# Raport asupra inflației

# August 2025



*Banca Națională a Moldovei  
Bulevardul Grigore Vieru nr. 1,  
MD-2005, Chișinău  
tel.: (373 22) 822 606  
fax: (373 22) 220 591  
pagina-web oficială: <http://bnm.md>*

ISBN 978-9975-169-28-8  
ISBN 978-9975-169-37-0 (PDF)

© Banca Națională a Moldovei, 2025

---

# Misiunea Băncii Naționale a Moldovei

*Banca Națională a Moldovei, în calitate de bancă centrală a Republicii Moldova, este persoană juridică publică autonomă, care stabilește și implementează politica monetară și valutară în stat, fapt stipulat în art. 5 alin. (1) lit. a) din Legea nr. 548/1995 cu privire la Banca Națională a Moldovei.*

*În temeiul prevederilor art. 4 alin. (1) din Legea nr. 548/1995 cu privire la Banca Națională a Moldovei, obiectivul fundamental al Băncii Naționale a Moldovei este asigurarea și menținerea stabilității prețurilor. Totodată, art. 4 alin. (2) prevede că, fără prejudicierea obiectivului său fundamental, Banca Națională, în limita atribuțiilor sale, contribuie la stabilitatea sistemului financiar și sprijină politica economică generală a statului.*

*Realizarea obiectivului fundamental se efectuează prin prisma cadrului de politică monetară asociat regimului de țintire directă a inflației.*

*Obiectivul cantitativ – ținta inflației constă în menținerea inflației, măsurată prin indicii prețurilor de consum la nivelul de 5,0 la sută anual cu o posibilă deviere de  $\pm 1,5$  puncte procentuale.*

*În acest sens, Banca Națională a Moldovei deține un spectru extins și bine definit de instrumente prin intermediul cărora promovează politica monetară și asigură realizarea obiectivului privind inflația. Printre acestea se numără operațiunile de piață deschisă – instrumentul principal de politică monetară, iar cele auxiliare sunt facilitățile permanente, norma rezervelor obligatorii și intervențiile pe piața valutară internă.*

*Totodată, în vederea realizării țintei inflației, Banca Națională a Moldovei dirijează condițiile pe piața monetară prin stabilirea de către Comitetul executiv a indicatorului principal pentru piața monetară interbancară pe termen scurt – rata de bază.*

*Regimul cursului de schimb implementat de Banca Națională a Moldovei este cel de flotare gestionată și, respectiv, intervențiile pe piața valutară internă sunt utilizate doar în scopul susținerii efectelor implementării operațiunilor de piață deschisă, în măsura în care vor fi necesare pentru a atinge ținta inflației și fără a influența tendințele fundamentale ale cursului de schimb al monedei naționale. În același timp, BNM își rezervă dreptul de a efectua intervenții valutare în scopul atenuării fluctuațiilor excesive ale cursului de schimb, stopării operațiunilor speculative și suplinirii rezervelor valutare internaționale, fără a prejudicia realizarea țintei inflației.*

*Decizia de politică monetară privind rata de bază, ratele la facilitățile permanente și norma rezervelor obligatorii este adoptată de Comitetul executiv al BNM în baza analizei celor mai recente informații cu privire la situația macroeconomică din Republica Moldova și a mediului economic extern, a tendinței indicatorilor macroeconomici pe termen mediu, precum și a perspectivei inflației pe termen scurt și mediu, furnizate de Departamentul politică monetară al BNM.*

*În acest sens, Comitetul executiv al BNM se întrunește de opt ori pe an în ședințe ordinare de politică monetară conform calendarului aprobat. Patru ședințe de politică monetară sunt asociate Raportului asupra inflației, respectiv, celelalte patru ședințe sunt dedicate evaluării riscului de abatere a prognozei inflației. Totodată, Comitetul executiv al BNM își rezervă dreptul de a se întruni și în ședințe extraordinare.*

## Notă introductivă

Banca Națională a Moldovei apreciază rolul transparenței și predictibilității politicii monetare în consolidarea credibilității instituționale și asigurarea țintei inflaționiste.

În acest context, **Raportul asupra inflației** constituie principalul instrument de comunicare ce reflectă cele mai recente analize ale situației din mediul intern și extern, evoluția procesului inflaționist și a activității economice, alături de aspectele ce țin de conduita politicii monetare.

Totodată, Raportul încorporează prognoza inflației pentru orizontul de opt trimestre, precum și riscurile și incertitudinile asociate acestei proiecții.

Rezumatele proceselor-verbale ale ședințelor Comitetului executiv al BNM cu privire la promovarea politicii monetare fac parte componentă a Raportului, acestea fiind publicate cu o periodicitate de șase luni de la adoptarea deciziei în corespundere cu Strategia politicii monetare a BNM pe termen mediu (aprobată prin HCA al BNM nr. 303 din 27 decembrie 2012).

Datele statistice au fost preluate de la Biroul Național de Statistică, Ministerul Dezvoltării Economice și Digitalizării, Ministerul Finanțelor, Eurostat, Fondul Monetar Internațional, Agenția Națională pentru Reglementare în Energetică, Serviciul Hidrometeorologic de Stat.

De asemenea, au fost analizate informațiile statistice furnizate de organismele internaționale, oficiile naționale de statistică și băncile centrale.

Calculul unor date statistice, precum și interpretarea economică au fost elaborate și efectuate de Banca Națională a Moldovei.

Conform art. 69 alin. (2), Raportul asupra inflației este remis Parlamentului și Guvernului în termen de până la 45 de zile de la sfârșitul trimestrului de gestiune.

Raportul asupra inflației, august 2025 a fost examinat și aprobat spre publicare la ședința Comitetului executiv al BNM din 7 august 2025.

Toate drepturile sunt rezervate. Reproducerea publicației este interzisă, iar utilizarea datelor în diferite lucrări este permisă numai cu indicarea sursei.

# Cuprins

|                                                                                                                 |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Sumar</b>                                                                                                    | <b>8</b>  |
| <b>1 Evoluția inflației</b>                                                                                     | <b>11</b> |
| 1.1 Indicele prețurilor de consum . . . . .                                                                     | 11        |
| 1.2 Evoluția inflației și evaluarea prognozei pe termen scurt din Raportul asupra inflației, mai 2025 . . . . . | 15        |
| 1.3 Prețurile producției industriale . . . . .                                                                  | 16        |
| <b>2 Mediul extern</b>                                                                                          | <b>17</b> |
| 2.1 Economia mondială, piețe financiare și de materii prime. . . . .                                            | 17        |
| 2.2 Evoluția economiilor importante . . . . .                                                                   | 25        |
| 2.3 Evoluția economiilor vecine și principali parteneri de comerț. . . . .                                      | 26        |
| <b>3 Evoluții ale activității economice</b>                                                                     | <b>29</b> |
| 3.1 Cererea . . . . .                                                                                           | 29        |
| 3.2 Producția . . . . .                                                                                         | 37        |
| 3.3 Piața muncii . . . . .                                                                                      | 40        |
| 3.4 Sectorul extern . . . . .                                                                                   | 42        |
| <b>4 Promovarea politicii monetare</b>                                                                          | <b>43</b> |
| 4.1 Instrumentele politicii monetare . . . . .                                                                  | 43        |
| 4.2 Dinamica indicatorilor monetari . . . . .                                                                   | 45        |
| <b>5 Prognoza</b>                                                                                               | <b>55</b> |
| 5.1 Ipoteze externe . . . . .                                                                                   | 55        |
| 5.2 Mediul intern . . . . .                                                                                     | 57        |
| 5.3 Compararea prognozelor . . . . .                                                                            | 60        |
| 5.4 Riscuri și incertitudini . . . . .                                                                          | 63        |
| <b>6 Decizii de politică monetară</b>                                                                           | <b>66</b> |

## Lista acronimelor

|               |                                                                                                                                               |
|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>ANRE</b>   | Agencia Națională pentru Reglementare în Energetică                                                                                           |
| <b>BASS</b>   | Bugetul asigurărilor sociale de stat                                                                                                          |
| <b>BCE</b>    | Banca Centrală Europeană                                                                                                                      |
| <b>BL</b>     | Bugetul local                                                                                                                                 |
| <b>BNM</b>    | Banca Națională a Moldovei                                                                                                                    |
| <b>BNS</b>    | Biroul Național de Statistică al Republicii Moldova                                                                                           |
| <b>BS</b>     | Bugetul de stat                                                                                                                               |
| <b>CE</b>     | Comitetul executiv al Băncii Naționale a Moldovei                                                                                             |
| <b>CBN</b>    | Certificate ale Băncii Naționale a Moldovei                                                                                                   |
| <b>CBOE</b>   | Chicago Board Options Exchange                                                                                                                |
| <b>CHIBOR</b> | Rata de referință calculată în baza cotațiilor băncilor contribuții pentru atragerea mijloacelor bănești în lei moldovenești de la alte bănci |
| <b>CSI</b>    | Comunitatea Statelor Independente                                                                                                             |
| <b>CUT</b>    | Contul Unic Trezorerial                                                                                                                       |
| <b>EUR</b>    | Euro                                                                                                                                          |
| <b>FAOAM</b>  | Fondurile asigurării obligatorii de asistență medicală                                                                                        |
| <b>FAO</b>    | Organizația pentru Alimentație și Agricultură a Națiunilor Unite                                                                              |
| <b>GNL</b>    | Gaz natural lichefiat                                                                                                                         |
| <b>IFAD</b>   | Fondul Internațional pentru Dezvoltare Agricolă                                                                                               |
| <b>IPC</b>    | Indicele prețurilor de consum                                                                                                                 |
| <b>MBP6</b>   | Manualul „Balanța de plăți și poziția investițională”, ediția a VI-a                                                                          |
| <b>MDL</b>    | Leul moldovenesc                                                                                                                              |
| <b>NEER</b>   | Cursul de schimb nominal efectiv al monedei naționale                                                                                         |
| <b>OPEC+</b>  | Alianța dintre Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol (OPEC) și un grup de țări producătoare de petrol non-OPEC                           |
| <b>OVX</b>    | Crude Oil Volatility Index                                                                                                                    |
| <b>PDE</b>    | Procedura aplicabilă deficitelor excesive                                                                                                     |
| <b>PIB</b>    | Produsul intern brut                                                                                                                          |
| <b>PMI</b>    | Purchasing Managers' Index                                                                                                                    |
| <b>REER</b>   | Cursul de schimb real efectiv al monedei naționale                                                                                            |
| <b>SRF</b>    | Sistemul Rezervelor Federale (Federal Reserve System)                                                                                         |

---

|            |                                                                                                                                  |
|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>SUA</b> | Statele Unite ale Americii                                                                                                       |
| <b>TTF</b> | Facilitatea de transfer de titluri – punct de tranzacționare virtuală pentru gazele naturale în Olanda (Title Transfer Facility) |
| <b>TVA</b> | Taxa pe valoare adăugată                                                                                                         |
| <b>UE</b>  | Uniunea Europeană                                                                                                                |
| <b>USD</b> | Dolarul SUA                                                                                                                      |
| <b>VAB</b> | Valoarea adăugată brută                                                                                                          |
| <b>VLC</b> | Valute liber convertibile                                                                                                        |
| <b>VMS</b> | Valori mobiliare de stat                                                                                                         |

# Sumar

## Inflația

În trimestrul II 2025, rata anuală a inflației s-a temperat comparativ cu începutul anului curent. Astfel, aceasta s-a diminuat de la 8,8 la sută, în luna martie 2025, până la 8,2 la sută, în luna iunie 2025. Totodată, rata medie anuală a inflației a constituit 7,9 la sută în trimestrul II 2025, fiind cu circa 0,9 puncte procentuale inferioară celei din trimestrul precedent. Începând cu luna decembrie 2024 și în prima jumătate a anului curent, rata anuală a inflației s-a situat peste limita superioară a intervalului de variație a țintei inflației, fapt determinat de dinamica prețurilor reglementate în contextul ajustării tarifului la gazul din rețea, la energia termică și la energia electrică. De menționat că, rata anuală a inflației fără impactul respectiv constituia circa 5,7 la sută, în luna iunie 2025, fiind în limitele intervalului de variație a țintei inflației. În același timp, în trimestrul II 2025, rata anuală a inflației a fost marginal superioară valorii anticipate în Raportul asupra inflației, mai 2025. Creșterea în termeni anuali a prețurilor, în prima jumătate a anului curent, a fost susținută, preponderent, de unele șocuri din partea ofertei, printre care ajustarea tarifului la gazul din rețea, la energia termică și la energia electrică, precum și de condițiile agrometeorologice nefavorabile care au exercitat presiuni asupra prețurilor la produsele alimentare. Conform estimărilor, cererea agregată a continuat să exercite un impact dezinflaționist asupra prețurilor, în perioada de referință. Ajustarea tarifelor la resursele energetice, de la finele anului precedent și la începutul anului curent, va susține plasarea ratei anuale a inflației peste limita superioară a intervalului variației țintei inflației în perioada următoare. Modalitatea de ajustare a tarifelor, precum și situația tensionată în regiune și riscurile escaladării acesteia mențin incertitudinea pronunțată aferentă prognozei inflației.

## Mediul extern

În al doilea trimestru al anului 2025, evoluția economiei mondiale a fost determinată de cronica tarifelor comerciale, de lipsa rezultatelor în negocierile de pace Rusia – Ucraina și de intensificarea tensiunilor în Orientul Mijlociu. Toată atenția este acum concentrată pe ping-pongul de tarife comerciale și totalitatea de informații devine din ce în ce mai greu de cuantificat. În iunie 2025, ofensivele militare dintre Israel și Iran au fost la cote maxime, ceea ce a amplificat riscul închiderii strâmtorii Ormuz și a determinat creșterea semnificativă a cotațiilor petroliere, precum și a altor cotații vizate. Cu toate că spiritele s-au calmat în câteva săptămâni, lipsa unui armistițiu dintre țările vizate în conflictul din Orientul Mijlociu, determină ca riscul aferent să persiste. Deși au fost promise rezultate rapide, negocierile de pace dintre Rusia și Ucraina nu au avut o finalitate pozitivă, iar în ultimele săptămâni atacurile s-au intensificat, ceea ce minimizează posibilitatea unei relansări economice în regiune în viitorul apropiat. După adoptarea celui de-al 18-lea pachet de sancțiuni economice împotriva Federației Ruse, Europa se concentrează pe redistribuirea bugetului spre domeniul apărării, pe minimizarea consecințelor tarifelor comerciale ale SUA și pe ajustarea în continuare a tarifelor comerciale cu China. Deoarece în România în anul 2024, deficitul bugetar s-a situat la 9,3 la sută din PIB, iar raportul datorie publică/PIB s-a ridicat la 54,8 la sută, Consiliul Uniunii Europene a solicitat României să acționeze rapid pentru a se conforma cerințelor procedurii de deficit excesiv. Astfel, Guvernul României a anunțat un pachet de măsuri de austeritate substanțial. Deși sursele de finanțare vor scădea substanțial, majorarea preconizată a TVA, va determina creșterea presiunilor inflaționiste în lunile următoare. Creșterea atractivității investiționale a determinat aprecierea semnificativă a monedei unice europene în raport cu dolarul SUA. Cotațiile europene la gazele naturale sunt sub presiune în condițiile în care stocurile de gaze naturale în Europa sunt inferioare nivelului din anul precedent. Evoluția cumulată a prețurilor internaționale la produsele alimentare este destul de echilibrată, în condițiile în care oferta în surplus pe unele segmente contrabalansează unele deficite înregistrate.



## Economia

La începutul anului curent, rata anuală a PIB a continuat dinamica negativă începută în a doua parte a anului precedent. În acest fel, în trimestrul I 2025 PIB s-a contractat cu 1,2 la sută, comparativ cu perioada similară a anului 2024. Dinamica respectivă a fost ușor superioară celei anticipate în cadrul Raportului asupra inflației, mai 2025, fiind determinată, preponderent, de impactul negativ din partea cererii externe nete. Cererea internă, atât din partea populației, în contextul creșterii veniturilor în termeni reali, dar și din partea agenților economici a atenuat parțial acest efect. Totodată, merită a fi menționat impactul negativ asupra dinamicii PIB din partea sectorului agricol, precum și din partea industriei, a activităților profesionale, științifice și tehnice. Acesta a fost parțial diminuat de evoluțiile pozitive din sectorul construcțiilor, sectorul informațiilor și comunicațiilor și cel aferent activităților financiare și de asigurări. În același timp, seria ajustată sezonier reflectă o creștere de 1,1 la sută a PIB comparativ cu trimestrul IV 2024.

## Politica monetară

În trimestrul II 2025, lichiditatea excesivă a însumat 7,2 miliarde lei, fiind în descreștere față de trimestrul I 2025 cu 3 471,0 milioane lei.

În această perioadă, agregatul monetar M3 a înregistrat un ritm anual de creștere de 11,7 la sută anual. Contribuția principală a fost din partea soldului depozitelor în moneda națională.

Pe parcursul trimestrului II 2025, au avut loc două ședințe ale Comitetului executiv al Băncii Naționale a Moldovei cu privire la deciziile de politică monetară. Ca urmare a evaluării balanței riscurilor interne și externe și a perspectivelor inflației pe termen scurt și mediu, Comitetul executiv al Băncii Naționale a Moldovei, la ședințele din 12 mai 2025 și 19 iunie 2025, a hotărât menținerea ratei de bază la nivelul de 6,50 la sută anual, stabilit la 5 februarie 2025. Concomitent, au fost menținute ratele la facilitățile permanente și la operațiunile repo. Norma rezervelor obligatorii din mijloacele atrase în lei moldovenești și în valută neconvertibilă a fost menținută la nivelul de 22,0 la sută din baza de calcul, iar norma rezervelor obligatorii din mijloacele atrase în valută liber convertibilă – la nivelul de 31,0 la sută din baza de calcul.

Aceste măsuri au fost adoptate în contextul temperării tendințelor inflaționiste și al propagării măsurilor restrictive de politică monetară adoptate anterior, ale căror efecte vor continua să acționeze, considerând decalajele în transmisia acestora.

La ședința din 7 august 2025, Comitetul executiv al BNM a adoptat prin vot unanim diminuarea ratei de bază aplicată la principalele operațiuni de politică monetară, a ratelor la facilitățile permanente, precum și a ratei la operațiunile repo cu câte 0,25 puncte procentuale. Astfel, rata de bază a fost stabilită la nivelul de 6,25 la sută, ratele de dobândă la creditele overnight și la depozitele overnight au fost stabilite la nivelul de 8,25 la sută și 4,25 la sută, respectiv. Rata la operațiunile repo a fost stabilită la nivelul de 6,50 la sută. Totodată, a fost menținută norma rezervelor obligatorii din mijloacele atrase în lei moldovenești și în valută neconvertibilă și cea din mijloacele atrase în valută liber convertibilă la nivelul de 22,0 și, respectiv, 31,0 la sută din baza de calcul.

În condițiile de temperare a inflației anuale, decizia BNM de reluare a măsurilor de relaxare a politicii monetare pune accent pe stimularea cererii agregate, inclusiv prin încurajarea consumului și a investițiilor, pe echilibrarea economiei naționale și a contului curent, precum și pe ancorarea așteptărilor inflaționiste, luând în considerare lag-urile temporare de transmisie de politică monetară prin canalul ratei dobânzii.

În trimestrul II 2025, pe segmentul monedei naționale, ratele medii ponderate ale dobânzilor la creditele noi acordate și la depozitele la termen și-au prelungit trendul crescător sub impactul măsurilor de politică monetară. Astfel, rata medie ponderată la credite a constituit 8,99 la sută, iar cea la depozite – 4,91 la sută, în creștere cu 0,52 și, respectiv, 0,77 puncte procentuale față de trimestrul I 2025.

Ratele medii ale dobânzilor aferente soldului la creditele în moneda națională au crescut, comparativ cu trimestrul I 2025, cu 0,20 puncte procentuale, până la nivelul de 8,72 la sută, iar la depozite la termen – cu 0,44 puncte procentuale, până la nivelul de 3,88 la sută.

## Proiecția inflației pe termen mediu

*În actuala rundă de prognoză, mediul extern continuă să prezinte un tablou incert și cu riscuri, preponderent, dezinflaționiste. Dacă în runda precedentă de prognoză războiul comercial inițiat de președintele Donald Trump era abia în faza inițială, acum se poate vorbi despre un proces în plină desfășurare, fără o finalitate clară în viitorul apropiat.*

*Totodată, lipsa unor rezultate în cadrul negocierilor de pace dintre Federația Rusă și Ucraina a determinat Comisia Europeană să adopte al 18-lea pachet de sancțiuni economice împotriva Federației Ruse, iar președintele Donald Trump a amenințat cu tarife țările care importă din Federația Rusă. Deși tensiunile geopolitice din Orientul Mijlociu s-au mai moderat, riscul escaladării persistă, ceea ce determină menținerea primei de risc înalte la formarea prețurilor la petrol. Prețurile la gazele naturale în Europa continuă să fie determinate de nivelul temperaturilor și de nivelul de umplere a capacităților de stocare a gazelor naturale. Prețurile internaționale la produsele alimentare urmează un trend de creștere stabilă în conformitate cu anticipările din ultimele runde de prognoză.*

*Rata anuală a inflației va avea o tendință descendentă pe parcursul anului curent și prima jumătate a anului viitor, iar ulterior va înregistra o tendință stabilă până la sfârșitul perioadei de prognoză<sup>1</sup>. În anul curent, rata inflației se va plasa peste limita superioară a intervalului de variație, iar începând cu trimestrul I 2026, va reveni și se va menține în limitele intervalului, în proximitatea limitei inferioare, până la sfârșitul perioadei de prognoză. Valoarea maximă va fi înregistrată în trimestrul III al anului curent, iar valoarea minimă în trimestrul III 2026. Ritmul anual al inflației de bază va avea o tendință relativ stabilă până la începutul anului viitor, ulterior va avea o tendință de diminuare până la sfârșitul perioadei de prognoză. Rata anuală a prețurilor produselor alimentare va avea o tendință descendentă până în trimestrul III 2026, după care, până la sfârșitul perioadei de prognoză, va înregistra o tendință în creștere ușoară. Rata anuală a prețurilor reglementate va scădea puternic până în trimestrul I al anului viitor, după care va avea o traiectorie relativ stabilă până la finele perioadei de prognoză. Rata anuală a prețurilor la combustibili va avea o tendință ascendentă pe întreaga perioadă de prognoză, deși va înregistra valori negative până în trimestrul I 2026.*

*Cererea agregată va înregistra o redresare până la sfârșitul anului curent, după care va avea o tendință în scădere cu o ușoară recuperare spre finele perioadei de prognoză.*

*Condițiile monetare reale vor avea un caracter restrictiv asupra cererii agregate pentru întreaga perioadă de prognoză.*

*Prognoza actuală a inflației, față de cea din raportul asupra inflației anterior<sup>2</sup>, a fost revizuită ușor în creștere pentru anul curent și nesemnificativ în descreștere pentru restul perioadei comparabile<sup>3</sup>. Prognoza actuală a ritmului anual al inflației de bază a fost revizuită în sens descendent, preponderent, pe întreaga perioadă comparabilă. Ritmul anual al prețurilor la produse alimentare a fost revizuit semnificativ în sens ascendent pe întreaga perioadă comparabilă. Prognoza actuală a ratei anuale a prețurilor reglementate este revizuită semnificativ în sens descendent pe parcursul anului curent și al anului viitor. Prognoza ritmului anual al prețurilor la combustibili a fost majorată până în prima jumătate a anului viitor și revizuită în sens descendent ulterior, până la sfârșitul perioadei comparabile.*

---

<sup>1</sup>Trimestrul III 2025 – trimestrul II 2027

<sup>2</sup>Raport asupra inflației, mai 2025

<sup>3</sup>Trimestrul III 2025 – trimestrul I 2027

# Capitolul 1

## Evoluția inflației

### 1.1 Indicele prețurilor de consum

**În trimestrul II 2025, rata anuală a inflației s-a temperat comparativ cu începutul anului curent. Cu toate acestea, în perioada aprilie-iunie 2025 aceasta a continuat să fie situată peste limita superioară a intervalului de variație a țintei inflației. În același timp, în trimestrul II 2025, rata anuală a inflației a fost marginal superioară valorii anticipate în Raportul asupra inflației, mai 2025.**

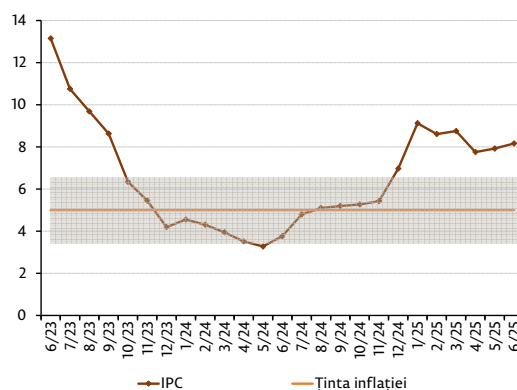
Rata anuală a inflației s-a diminuat de la 8,8 la sută, în luna martie 2025, până la 8,2 la sută, în luna iunie 2025. Totodată, rata medie anuală a inflației a constituit 7,9 la sută în trimestrul II 2025, fiind cu circa 0,9 puncte procentuale inferioară celei din trimestrul precedent. Cu toate acestea, rata anuală a inflației, începând cu luna decembrie 2024, și în prima jumătate a anului curent s-a situat peste limita superioară a intervalului de variație a țintei inflației, fapt determinat de dinamica prețurilor reglementate în contextul ajustării tarifului la gazul din rețea, la energia termică și la energia electrică. De menționat că, rata anuală a inflației fără impactul respectiv constituia circa 5,7 la sută în luna iunie 2025, fiind în limitele intervalului de variație a țintei inflației.

Creșterea în termeni anuali a prețurilor în prima jumătate a anului curent a fost susținută, preponderent, de unele șocuri din partea ofertei, printre care ajustarea tarifului la gazul din rețea, la energia termică și la energia electrică, precum și de condițiile agrometeorologice nefavorabile care au exercitat presiuni asupra prețurilor la produsele alimentare. Conform estimărilor, cererea agregată a continuat să exercite un impact dezinflaționist asupra prețurilor în perioada de referință.

În structura IPC (Graficul 1.2), rata anuală a prețurilor reglementate s-a temperat semnificativ în luna aprilie 2025, după care a conturat o dinamică ușor ascendentă. Rata anuală a prețurilor la produsele alimentare a continuat tendința ascendentă din perioadele precedente. Rata anuală a prețurilor la combustibili a continuat să fie plasată în teritoriu negativ, dar a conturat o dinamică ascendentă în luna iunie 2025. În același timp, rata anuală a inflației de bază a conturat o temperare și în trimestrul II 2025.

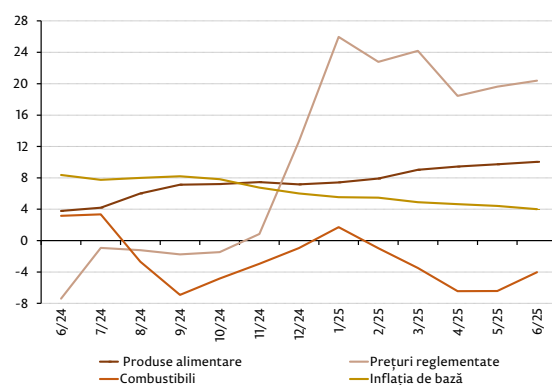
Ajustarea tarifelor la resursele energetice de la finele anului precedent și la începutul anului curent va susține plasarea ratei anuale a inflației peste limita superioară a intervalului variației țintei inflației în perioada următoare. Modalitatea de ajustare a tarifelor, precum și situația tensionată în regiune și riscurile escaladării acesteia mențin incertitudinea pronunțată aferentă prognozei inflației.

Graficul 1.1: Rata anuală a IPC (%)



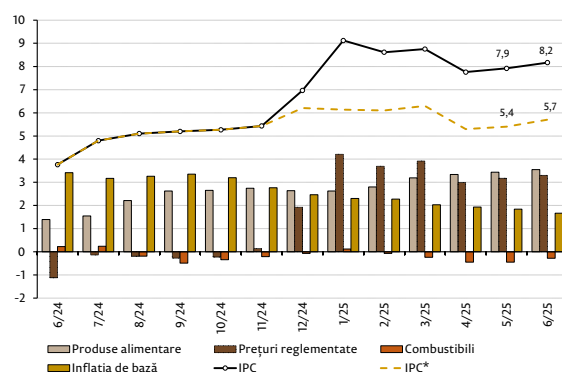
Sursa: BNS, BNM

Graficul 1.2: Rata anuală a principalelor subcomponente ale IPC (%)



Sursa: BNS

Graficul 1.3: Evoluția inflației anuale (%) și contribuția subcomponentelor (puncte procentuale)



Sursa: BNS, calcule BNM

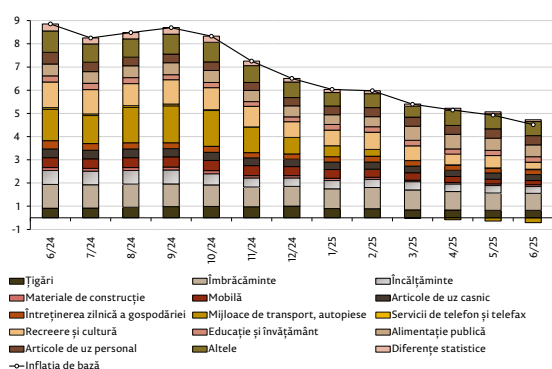
Notă: IPC\* – estimat prin excluderea tarifelor ajustate începând cu luna decembrie 2024

## Inflația de bază

**În trimestrul II 2025, rata anuală a inflației de bază a continuat traiectoria descendentă inițiată la finele anului precedent, înregistrând în luna iunie 2025 valoarea de 4,0 la sută sau fiind cu 0,9 puncte procentuale inferioară celei din luna martie 2025.**

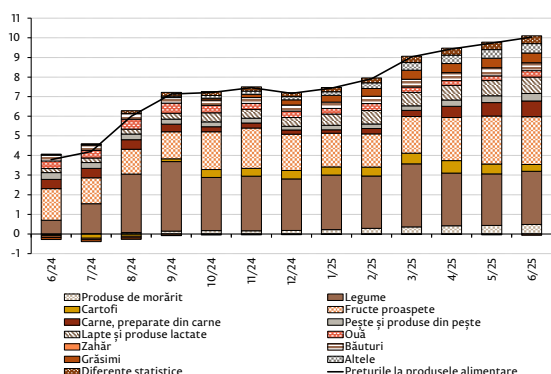
Similar perioadelor anterioare, conform estimărilor, cererea agregată a continuat să exercite presiuni dezinflaționiste asupra componentelor aferente inflației de bază în trimestrul II 2025, iar impactul generat de unele efecte sectoriale adverse observate anterior a pierdut treptat din intensitate, fapt ce a susținut temperarea ratei anuale a acesteia.

Graficul 1.4: Contribuția subcomponentelor (puncte procentuale) la dinamica anuală a inflației de bază (%)



Sursa: BNS, calcule BNM

Graficul 1.5: Contribuția componentelor (puncte procentuale) la dinamica anuală a prețurilor la produsele alimentare (%)



Sursa: BNS, calcule BNM

În acest sens, în structură, temperarea ratei anuale a inflației de bază a fost determinată, preponderent, de scăderea impactului din partea subcomponentei „recreere și cultură”, în mare parte, ca urmare a temperării ratei anuale a prețurilor la pachete de servicii turistice de la 24,8 la sută în luna martie 2025 până la 1,3 la sută în luna iunie 2025. Totodată, un impact sesizabil a fost exercitat și de dinamica subcomponentei „mijloace de transport, autopiese” (Graficul 1.4). Astfel, rata anuală a prețurilor la automobilele noi s-a temperat până la -2,0 la sută, în luna iunie 2025, de la 0,4 la sută în luna martie 2025. În același timp, diminuarea ratei anuale a inflației de bază a fost determinată și de scăderea contribuției din partea prețurilor la subcomponenta „alimentație publică”. În acest sens, rata anuală a acestora s-a diminuat de la 7,6 la sută, în luna martie 2025, până la 5,8 la sută, în luna iunie 2025, în contextul disipării treptate a efectelor majorării tarifelor la resursele energetice. În contextul unei cereri minore, rata anuală a prețurilor la „mobiliă”, „îmbrăcăminte” și „încălțăminte” s-a temperat până la 2,9 la sută, 4,8 la sută și, respectiv, 5,8 la sută, în luna iunie 2025, contribuind adițional la scăderea ratei anuale a inflației de bază, în trimestrul II 2025. Rata anuală a prețurilor la „țigări” s-a diminuat de la 9,2 la sută, în luna martie 2025, până la 8,5 la sută, în luna iunie 2025.

Tendința ulterioară a evoluției prețurilor unor categorii importante de bunuri și servicii incluse în inflația de bază, în lipsa unor dezechilibre pe partea ofertei, va continua să reflecte efectul unei cereri interne reduse.

## Prețurile la produsele alimentare

**În trimestrul II 2025, rata anuală a prețurilor la produsele alimentare a continuat trendul ascendent început în trimestrul II 2024.**

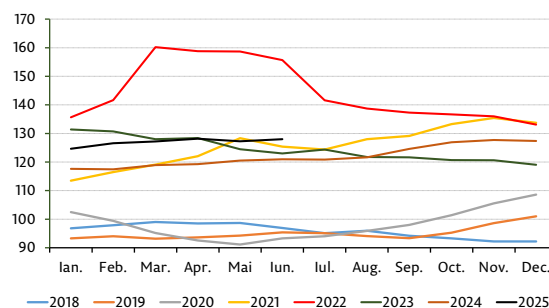
Astfel, în trimestrul II 2025, aceasta a înregistrat un ritm mediu de 9,7 la sută sau cu 1,6 puncte procentuale superior celui din trimestrul I 2025. De menționat că, în perioada analizată, accelerarea ratei anuale a prețurilor la produsele alimentare a fost susținută de intensificarea presiunilor inflaționiste asociate grupelor „fructe proaspete” și „carne, preparate din carne” (Graficul 1.5).

Creșterea prețurilor la fructele proaspete a fost susținută de o ofertă internă moderată, pe fondul pierderilor provocate de înghețurile târzii de primăvară și de episoadele severe de grindină, care au afectat livezile la nivel național. Totodată, majorarea prețurilor la carne a fost determinată de diminuarea producției interne, cauzată, în principal, de reducerea șeptelului de porcine, ca efect al extinderii pestei porcine africane, dar și de efecte secundare resimțite în industria prelucrătoare a cărnii, în special, asupra segmentului de fabricare a mezelurilor.

Nivelurile prețurilor la produse alimentare pe piața internațională s-au plasat peste nivelul celor consemnate în perioada similară a anului precedent (Graficul 1.6), astfel acestea au generat presiuni inflaționiste asupra prețurilor interne. În trimestrul II 2025, rata anuală a prețurilor la produse alimentare pe piața internațională a constituit 6,3 la sută.

În trimestrul II 2025, contribuția din partea prețurilor la produse alimentare la formarea ratei anuale a inflației totale s-a majorat cu 0,5 puncte procentuale până la nivelul de 3,4 puncte procentuale.

Graficul 1.6: Evoluția indicelui prețurilor la produse alimentare la nivel internațional (indicele FAO)



Sursa: FAO, calcule BNM

## Prețurile reglementate

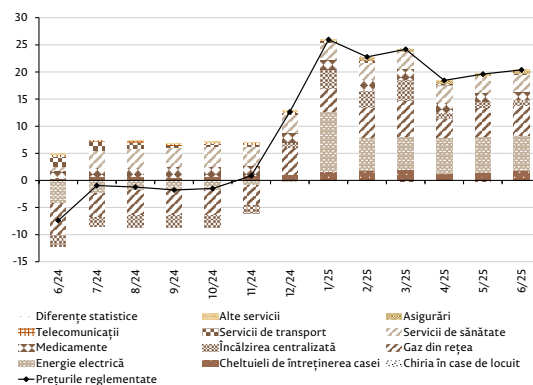
**Rata anuală a prețurilor reglementate s-a temperat semnificativ în luna aprilie 2025, după care a conturat o dinamică ușor ascendentă.**

Astfel, rata anuală a prețurilor reglementate a constituit 20,4 la sută în luna iunie 2025, fiind cu 3,8 puncte procentuale inferioară celei din luna martie 2025. Rata medie anuală a prețurilor reglementate în trimestrul II 2025, a înregistrat 19,5 la sută, fiind cu 4,8 puncte procentuale inferioară celei din trimestrul I 2025.

Temperarea ratei anuale a prețurilor reglementate din luna aprilie 2025 a fost determinată, preponderent, de diminuarea impactului din partea subcomponentei „încălzirea centralizată” și „gaz din rețea” (Graficul 1.7). Astfel, în luna aprilie 2025, rata anuală a prețurilor la încălzirea centralizată și la gazul din rețea s-a diminuat considerabil în contextul efectului perioadei de bază, ca urmare a finalizării perioadei de compensare a tarifelor la resursele energetice în luna aprilie 2024.

Ulterior, rata anuală a prețurilor reglementate a consemnat o dinamică ușor ascendentă până în luna iunie 2025 în contextul atât a unor efecte a perioadei de bază aferent prețului la gazul în rețea, cât și ajustării unor tarife la serviciile comunale pe parcursul anului curent. În acest sens, în perioada aprilie-iunie 2025, prețurile pentru apeduct și canalizare s-au majorat cu circa 12,1 la sută, ca urmare a reflectării parțiale a ajustării tarifului la apă și canalizare din or. Chișinău<sup>4</sup>, din luna martie 2025, precum și a tarifelor

Graficul 1.7: Evoluția prețurilor reglementate (%) și contribuția subcomponentelor (puncte procentuale)



Sursa: BNS, calcule BNM

<sup>4</sup>Hotărâre privind aprobarea tarifelor pentru furnizarea/ prestarea serviciului public de alimentare cu apă, de canalizare și de epurare a apelor uzate de către S.A. „Apă-Canal Chișinău”: nr. 191 din 21.03.2025. *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*. 2025, nr. 148-150 (9658-9660), p. 24. ISSN 2587-389X, e-ISSN 2587-3903.

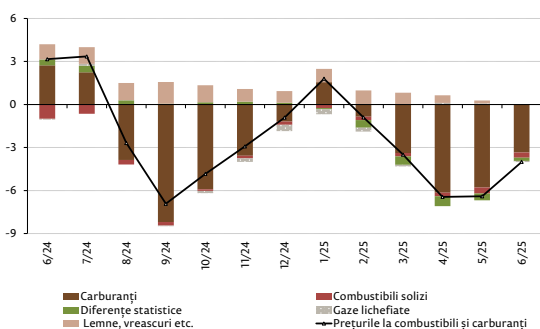


ajustate în cadrul trimestrului analizat în or. Bălți<sup>5</sup>, or. Edineț<sup>6</sup> și or. Ungheni<sup>7</sup>.

Totodată, este de menționat că, pe parcursul trimestrului II 2025, prețurile la transportul aerian s-au majorat cu circa 19,3 la sută. De asemenea, în luna iunie 2025, au crescut prețurile la călătoriile în transportul public (urban) cu 0,6 la sută comparativ cu luna precedentă, în contextul ajustării taxei pentru aceste servicii în municipiul Bălți, începând cu 1 iunie 2025<sup>8</sup>. În structura prețurilor reglementate, au mai fost sesizate ajustări ale prețurilor, însă impactul acestora a fost unul minor.

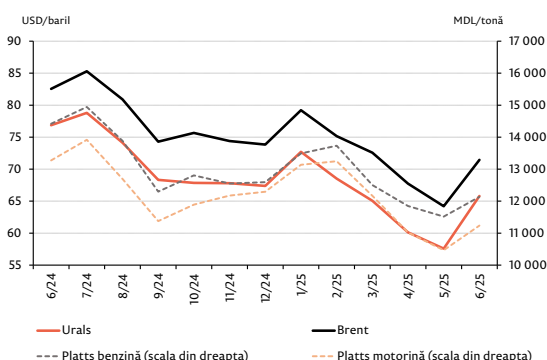
Mentținerea unei rate anuale a prețurilor reglementate încă relativ înaltă se datorează, preponderent, efectelor ajustării tarifului la gazul din rețea, la energia termică și la energia electrică de la finele anului 2024 și începutul anului curent.

Graficul 1.8: Contribuția componentelor (puncte procentuale) la creșterea anuală a prețurilor la combustibili și carburanți (%)



Sursa: BNS, calcule BNM

Graficul 1.9: Evoluția cotațiilor medii Platts și prețurilor petrolului Urals și Brent



Sursa: ANRE, calcule BNM

## Prețurile la combustibili și carburanți

**Rata anuală a prețurilor la combustibili și carburanți s-a poziționat în palierul negativ pe tot parcursul trimestrului II 2025.**

Astfel, rata anuală a prețurilor la combustibili și carburanți a înregistrat o diminuare de la -3,5 la sută, în luna martie 2025, până la -4,0 la sută, în luna iunie 2025. Rata medie anuală a prețurilor la combustibili și carburanți, în trimestrul II 2025, a constituit -5,6 la sută, fiind cu 4,7 puncte procentuale inferioară celei din trimestrul I 2025, preponderent, sub influența dinamicii prețurilor la „carburanți” (Graficul 1.8).

Contribuția negativă a prețurilor la carburanți a fost determinată de dinamica prețurilor la benzină și motorină stabilite de stațiile PECO pe parcursul trimestrului respectiv. Aceste evoluții au fost dictate de cotațiile medii Platts la benzină și motorină, care au constituit în medie circa 11 833,7 lei/tonă și 10 908,2 lei/tonă în trimestrul II 2025. Astfel, cotațiile medii Platts la benzină s-au micșorat cu circa 10,6 la sută, în timp ce cotațiile medii Platts la motorină s-au diminuat cu circa 15,1 la sută, în comparație cu trimestrul I 2025 (Graficul 1.9). Diminuarea cotațiilor sus-menționate a fost susținută de trendul descendent al prețului petrolului marca Brent (de la 75,6 USD/baril în trimestrul I 2025, până la 67,8 USD/baril în trimestrul II 2025).

<sup>5</sup>Hotărâre privind aprobarea tarifelor pentru furnizarea serviciului public de alimentare cu apă de către Î.M. Regia „Apă-Canal Bălți”, în procedura planului de restructurare: nr. 345 din 22.05.2025. *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*. 2025, nr. 245-248 (9755-9758), p. 124. ISSN 2587-389X, e-ISSN 2587-3903.

<sup>6</sup>Hotărâre privind aprobarea tarifelor pentru furnizarea/ prestarea serviciului public de alimentare cu apă, de canalizare și de epurare a apelor uzate de către Î.M. „Apă-Canal” Edineț: nr. 302 din 30.04.2025. *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*. 2025, nr. 201-203 (9711-9713), p. 52. ISSN 2587-389X, e-ISSN 2587-3903.

<sup>7</sup>Hotărâre privind aprobarea tarifelor pentru furnizarea/ prestarea serviciului public de alimentare cu apă, de canalizare și de epurare a apelor uzate de către SRL „Apă-Canal Ungheni”: nr. 366 din 28.05.2025. *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*. 2025, nr. 257-260 (9767-9790), p. 118. ISSN 2587-389X, e-ISSN 2587-3903.

<sup>8</sup>TV-Nord. *Tarife mai mari pentru transportul public în municipiul Bălți, începând cu 1 iunie 2025*. Bălți: TVN.md, actualizat la 16.05.2025. Disponibil: <https://tvn.md/tarife-mai-mari-pentru-transportul-public-in-municipiul-balti-incepand-cu-1-iunie-2025/>

Pe parcursul trimestrului II 2025, prețurile la „combustibili solizi” au continuat să exercite un impact negativ, în timp ce prețurile la „lemne, vreascuri etc.” au avut un impact pozitiv asupra ratei anuale a prețurilor la combustibili și carburanți.

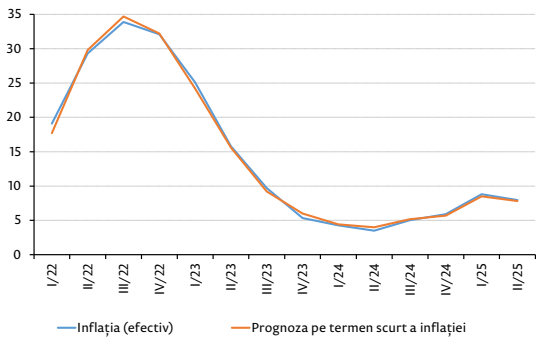
## 1.2 Evoluția inflației și evaluarea prognozei pe termen scurt din Raportul asupra inflației, mai 2025

*În runda de prognoză aferentă Raportului asupra inflației, mai 2025, a fost anticipată diminuarea semnificativă a ratei anuale a inflației pentru luna aprilie 2025 și ulterior o traiectorie relativ stabilă până la finele trimestrului II 2025. Totodată, pentru trimestrul II 2025, s-a anticipat menținerea ratei anuale a inflației peste limita superioară a intervalului de variație a țintei inflației și înregistrarea unei valori medii de 7,8 la sută<sup>9</sup>.*

În trimestrul II 2025, rata medie anuală a inflației a constituit 7,9 la sută și a fost, astfel, ușor superioară celei anticipate în cadrul prognozei (Tabelul 1.1). Abaterea respectivă s-a datorat, preponderent, unei creșteri peste așteptări a prețurilor la produsele alimentare, în contextul condițiilor meteorologice adverse din primăvara anului curent, care au influențat recolta de fructe, dar și a unor focare de pestă porcină, care au determinat prețurile la carne. Astfel, rata medie anuală a prețurilor la produsele alimentare a constituit 9,7 la sută, fiind cu 0,4 puncte procentuale superioară cifrei anticipate în Raportul asupra inflației, mai 2025.

Totodată, abaterea pozitivă a prognozei din trimestrul II 2025, a fost susținută și de evoluția peste așteptări a prețurilor la combustibili și a celor reglementate, preponderent, în ultima lună de prognoză. Astfel, în contextul conflictului militar din Orientul Mijlociu, prețurile la petrol s-au majorat mai pronunțat decât s-a anticipat, fapt ce a susținut o dinamică mai mare a prețurilor la combustibili pe piața internă, în luna iunie 2025. Ca urmare, în trimestrul II 2025, rata medie anuală a prețurilor la combustibili a constituit -5,6 la sută, fiind cu 0,4 puncte procentuale superioară celei anticipate. Totodată, rata medie anuală a prețurilor reglementate în trimestrul II 2025, a constituit 19,5 la sută, fiind cu 0,1 puncte procentuale superioară celei anticipate. Rata medie anuală a inflației de bază în trimestrul II 2025, a constituit 4,4 la sută, fiind similară celei anticipate.

Graficul 1.10: Rata anuală a IPC (%)



Sursa: BNS, BNM

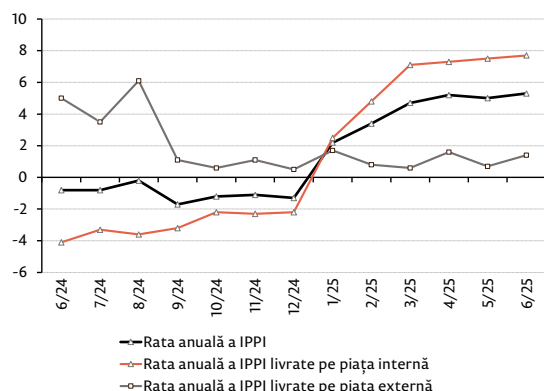
Tabelul 1.1: Evoluția și prognoza IPC și a componentelor sale

|                      | Efectiv               | Prognoză* RI, mai, 2025 | Abaterea             |
|----------------------|-----------------------|-------------------------|----------------------|
|                      | (%)                   | (%)                     | (p.p.)               |
|                      | tr.II,25/<br>tr.II,24 | tr.II,25/<br>tr.II,24   | efectiv-<br>prognoza |
| IPC                  | 7,9                   | 7,8                     | 0,1                  |
| Inflația de bază     | 4,4                   | 4,4                     | 0,0                  |
| Produse alimentare   | 9,7                   | 9,3                     | 0,4                  |
| Prețuri reglementate | 19,5                  | 19,4                    | 0,1                  |
| Combustibili         | -5,6                  | -6,0                    | 0,4                  |

Sursa: BNS, calcule BNM  
\*Prognoză din Raportul asupra inflației, mai 2025

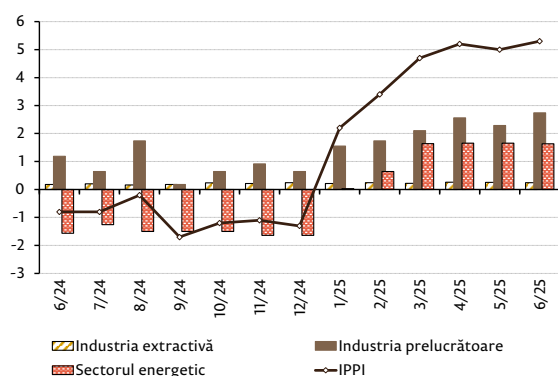
<sup>9</sup>Având în vedere volatilitatea mai pronunțată a valorilor lunare, dar și unele eventuale erori de măsurare, care, în mod normal, nu ar trebui să influențeze deciziile de politică monetară, prognoza pe termen scurt a inflației este efectuată cu o frecvență trimestrială. Valoarea respectivă reprezintă un input al proiecției pe termen mediu a inflației, care în mod similar are o frecvență trimestrială și stă la baza deciziilor de politică monetară. În același timp, aceasta este comunicată în cadrul Rapoartelor asupra inflației. Totuși, datele efective cu frecvență lunară cu privire la IPC, pe măsura publicării acestora de către BNS pe parcursul trimestrului, sunt analizate și comparate cu prognoza pe termen scurt pentru întreg trimestru pentru a evalua dacă principalele ipoteze anticipate se confirmă sau dacă există riscul unor abateri pronunțate de la prognoză. Prin urmare, abaterile dintre datele efective disponibile pentru lunile din cadrul trimestrului și prognoza pe termen scurt a inflației trebuie interpretate corespunzător, ținând cont și de ipotezele/anticipările pentru restul lunilor din cadrul trimestrului.

Graficul 1.11: Rata anuală a prețurilor în industrie (%)



Sursa: BNS

Graficul 1.12: Rata anuală a prețurilor în industrie (%) și contribuția componentelor acesteia clasificată după principalele ramuri (puncte procentuale)



Sursa: BNS, calcule BNM

## 1.3 Prețurile producției industriale

**În trimestrul II 2025, rata anuală a prețurilor în industrie a consemnat un nivel mediu de 5,2 la sută, fiind cu 1,7 puncte procentuale superioară celei din trimestrul precedent.**

În structură, rata anuală a prețurilor la produsele livrate pe piața internă s-a accelerat pronunțat, iar cea aferentă prețurilor la produsele livrate pe piața externă s-a menținut practic la nivelul consemnat în trimestrul precedent, cu o ușoară variație pozitivă (Graficul 1.11).

Analizând evoluția ratei anuale a prețurilor în industrie după principalele ramuri, se conturează că accelerarea acesteia a fost susținută de evoluțiile din industria prelucrătoare și sectorul energetic (Graficul 1.12). În trimestrul II 2025, rata anuală a prețurilor în industria prelucrătoare a consemnat un nivel de 2,8 la sută sau cu 0,8 puncte procentuale superioară celei din trimestrul precedent. Majorarea contribuțiilor din partea „industriei alimentare” și a „altor produse de minerale nemetalifere” au contribuit, în principal, la dinamica ascendentă a ratei anuale a prețurilor în industria prelucrătoare. Totodată, rata anuală a prețurilor în sectorul energetic a constituit 25,3 la sută, fiind cu 13,5 puncte procentuale superioară celei din trimestrul I 2025. În trimestrul II 2025, în industria extractivă prețurile s-au majorat în termeni anuali cu 12,7 la sută, generând o contribuție minoră la dinamica totală a prețurilor în industrie.



## Capitolul 2

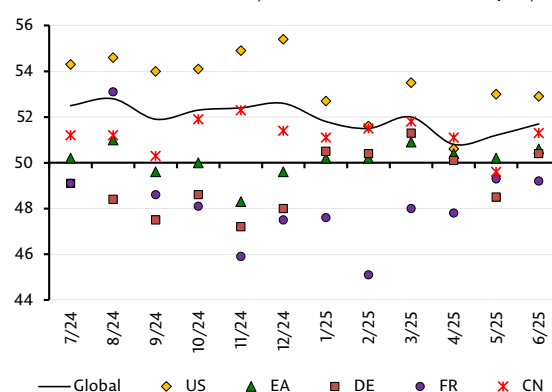
### Mediul extern

În al doilea trimestru al anului 2025, evoluția economiei mondiale a fost determinată de cronica tarifelor comerciale, de lipsa rezultatelor în negocierile de pace Rusia – Ucraina și de intensificarea tensiunilor în Orientul Mijlociu. Toată atenția este acum concentrată pe ping-pongul de tarife comerciale și totalitatea de informații devine din ce în ce mai greu de cuantificat. În iunie 2025, ofensivele militare dintre Israel și Iran au fost la cote maxime, ceea ce a amplificat riscul închiderii strâmătorii Ormuz și a determinat creșterea semnificativă a cotațiilor petroliere, precum și a altor cotații vizate. Cu toate că spiritele s-au calmat în câteva săptămâni, lipsa unui armistițiu dintre țările vizate în conflictul din Orientul Mijlociu, determină ca riscul aferent să persiste. Deși au fost promise rezultate rapide, negocierile de pace dintre Rusia și Ucraina nu au avut o finalitate pozitivă, iar în ultimele săptămâni atacurile s-au intensificat, ceea ce minimizează posibilitatea unei relansări economice în regiune în viitorul apropiat. După adoptarea celui de-al 18-lea pachet de sancțiuni economice împotriva Federației Ruse, Europa se concentrează pe redistribuirea bugetului spre domeniul apărării, pe minimizarea consecințelor tarifelor comerciale ale SUA și pe ajustarea în continuare a tarifelor comerciale cu China. Deoarece în România în anul 2024, deficitul bugetar s-a situat la 9,3 la sută din PIB, iar raportul datorie publică/PIB s-a ridicat la 54,8 la sută, Consiliul Uniunii Europene a solicitat României să acționeze rapid pentru a se conforma cerințelor procedurii de deficit excesiv<sup>10</sup>. Astfel, Guvernul României a anunțat un pachet de măsuri de austeritate substanțial. Deși sursele de finanțare vor scădea substanțial, majorarea preconizată a TVA va determina creșterea presiunilor inflaționiste în lunile următoare. Creșterea atractivității investiționale a determinat aprecierea semnificativă a monedei unice europene în raport cu dolarul SUA. Cotațiile europene la gazele naturale sunt sub presiune în condițiile în care stocurile de gaze naturale în Europa sunt inferioare nivelului din anul precedent. Evoluția cumulată a prețurilor internaționale la produsele alimentare este destul de echilibrată, în condițiile în care oferta în surplus pe unele segmente contrabalansează unele deficite înregistrate.

#### 2.1 Economia mondială, piețe financiare și de materii prime

În ultimele luni de analiză, **indicii PMI compuși** denotă o concentrare spre valoarea de referință 50. Aparent, activitatea economică în SUA se temperează, în China înregistrează creșteri stabile, iar cea din zona euro stagnează. În continuare, industria prelucrătoare în majoritatea economiilor analizate este în declin, în timp ce sectorul serviciilor reușește să compenseze pierderile din industrie. Deoarece indicele global PMI compus a fost ușor peste valoarea de 50 în ultimele luni și în contextul ultimelor crize economice și a incertitudinilor care persistă, creșterea economică globală se anticipează a fi stabilă (Graficul 2.1).

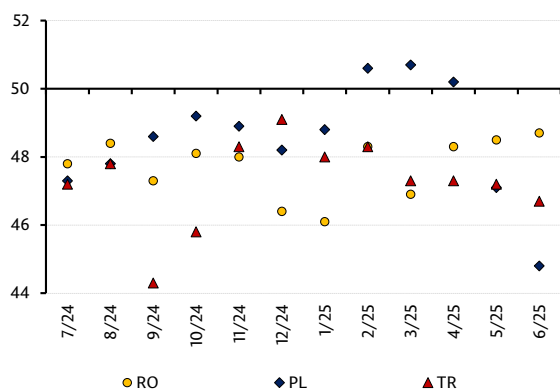
Graficul 2.1: Evoluția indicilor PMI compuși



Sursa: Markit

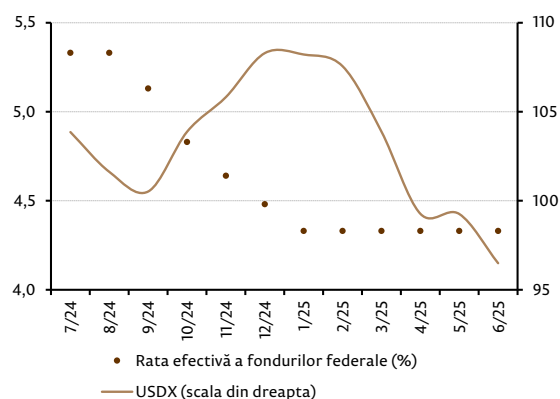
<sup>10</sup>Council of the European Union Council Recommendation with a view to bringing an end to the situation of an excessive deficit in Romania Brussels: 1 July 2025. Disponibil: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10349-2025-INIT/en/pdf>

Graficul 2.2: Evoluția indicilor PMI pentru industria prelucrătoare în România, Polonia și Turcia



Sursa: Markit

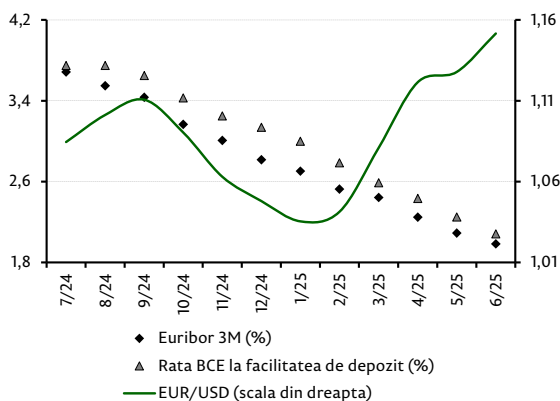
Graficul 2.3: Evoluția indicelui USD (DXY\*) în contextul politicii monetare a SRF



Sursa: SRF, Bloomberg

\*DXY este un indice calculat prin media geometrică ponderată a valorii dolarului SUA în raport cu un coș de valute: euro – 57,6 la sută, yenul japonez – 13,6 la sută, lira sterlină – 11,9 la sută, dolarul canadian – 9,1 la sută, coroana suedeză – 4,2 la sută, francul elvețian – 3,6 la sută

Graficul 2.4: Evoluția EUR/USD (media lunară) și a ratelor dobânzilor în zona euro



Sursa: BCE

Dacă analizăm **indicii PMI pentru industria prelucrătoare** disponibili pentru țările din regiune, vedem o situație destul de alarmantă (Graficul 2.2). Activitatea industrială în România, Polonia și Turcia – economii cu potențial industrial, prezintă un declin substanțial în ultimele 12 luni. Numărul comenzilor noi a scăzut puternic, iar un factor determinant a fost vânzările la export, care s-au diminuat și mai mult ca urmare a creșterii ezitării din partea clienților internaționali. Cererea scăzută a fost o problemă pentru sectorul manufacturier în economiile analizate și, având în vedere că nu pare să existe o îmbunătățire reală și susținută pe acest palier, ar trebui să tratăm cu reținere o redresare semnificativă a sectorului de producere în acest an, chiar și cu o tendință promițătoare.

De la începutul anului 2025, SRF a menținut intervalul ratelor dobânzilor la nivelul actual de 4,25-4,5 la sută (Graficul 2.3), chiar dacă presiunile președintelui SUA pentru diminuarea ratelor și demiterea președintelui SRF, Jerome Powell, au fost expuse în repetate rânduri. Astfel, **dolarul SUA** se află sub presiunea așteptărilor de relaxare monetară în SUA, precum și a perspectivei ca următorul șef al SRF să realizeze solicitările lui Donald Trump și să reducă agresiv ratele dobânzilor. Totodată, deprecierea dolarului SUA față de euro și pariurile speculanților pe o continuare a acestei tendințe sunt o consecință a divergenței ratelor de politică monetară din SUA și zona euro. Expertii economici anticipează reducerea ratelor dobânzilor din SUA până la finele anului, în timp ce BCE pare să se apropie de sfârșitul ciclului său de relaxare monetară. Deprecierea dolarului SUA cu peste 10 la sută de la începutul anului se datorează instabilității politicilor, creșterii datoriei și a deficitelor. Datoria deținută de public a SUA se apropie de 30 trilioane dolari SUA, deficitul urmând să ajungă la 2 trilioane dolari SUA în 2025. În sensul aprecierii dolarului SUA acționează statistica de pe piața muncii, care este relativ satisfăcătoare față de anticipări, dar și anunțurile privind tarifele comerciale în special cu țările în care balanța comercială a SUA era semnificativ negativă.

De la începutul anului curent **moneda unică europeană** s-a apreciat semnificativ față de dolarul SUA, iar ratele dobânzilor în zona euro au continuat să scadă (Graficul 2.4). În luna iunie 2025, moneda euro a atins cel mai înalt nivel din septembrie 2021 și a crescut cu aproximativ 14 la sută de la începutul anului 2025. Creșterea parității monedei unice europene a fost determinată de deprecierea prelungită a dolarului SUA și a fost consolidată în ultimele săptămâni de creșterea probabilității că Sistemul Rezervelor Federale al SUA se pregătește să relaxeze politica monetară, pe când Banca Centrală Europeană încheie faza de reducere a ratelor dobânzilor. Cele mai recente date privind inflația din zona euro nu oferă BCE niciun motiv să își schimbe poziția. Inflația anuală a crescut în Franța și Spania, dar a fost stabilă în Italia și a scăzut în mod neașteptat în Germania, consolidând opinia BCE că inflația se va îndrepta constant spre ținta sa de 2 la sută. Totodată, după ce la 12 iulie 2025, Donald Trump a amenințat UE cu tarife de 30 la sută, moneda euro a reacționat cu o depreciere moderată.

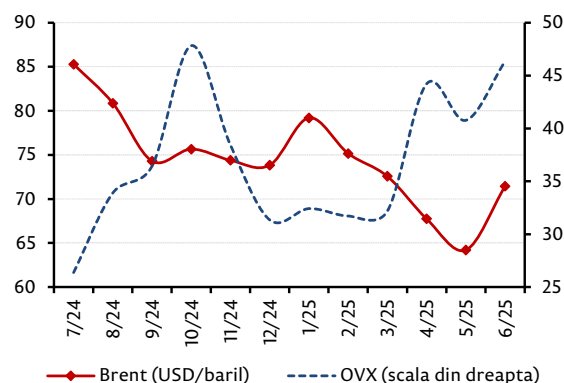
**Cotațiile petroliere** au avut o evoluție mixtă în trimestrul II 2025, tendința de reducere începută în ianuarie 2025 fiind întreruptă în luna iunie de intensificarea tensiunilor în Orientul Mijlociu (Graficul 2.5). Diminuarea cotațiilor petroliere a fost determinată de înrăutățirea perspectivelor economiei mondiale în

urma aplicării tarifelor comerciale, dar și, drept urmare, a eliminării treptate a reducerilor voluntare a producției de petrol OPEC+. Astfel, la ședința OPEC+ din 5 iulie 2025, s-a decis că OPEC+ va crește brusc producția de petrol în august cu 548 000 barili pe zi, mult mai mult decât cele 411 000 barili pe zi așteptate. Astfel, grupul condus de Arabia Saudită încearcă să profite de cererea puternică din vară, ca parte a strategiei sale de a recâștiga cota de piață. Totodată, în luna iunie 2025, prețurile la petrol au crescut acerb în urma atacurilor reciproce cu rachete între Israel și Iran și creșterea probabilității închiderii strâmătorii Ormuz. Acest eveniment a determinat revenirea cotației Brent la aproape 80 USD/baril. Ulterior, în urma detensionării situației în Orientul Mijlociu, cotațiile petroliere au scăzut la valorile anterioare.

După o perioadă de câteva luni, când **prețurile de achiziție a gazelor naturale** de către S.A. „Moldovagaz” de la S.A. „Energocom” s-au aliniat cu cotațiile europene Netherlands TTF (Graficul 2.6), din luna martie 2025 se atestă din nou o diferență semnificativă. Ultima valoare raportată de S.A. „Moldovagaz” este cea din aprilie 2025, de 546,79 EUR/1 000 metri cubi. Scăderea cotațiilor europene la gazele naturale a fost determinată de dezbaterile prelungite privind publicarea planului Comisiei Europene de eliminare treptată a combustibililor fosili din Rusia, care într-un final a fost aprobat în iunie 2025<sup>11</sup>. De asemenea, Rusia a declarat că un acord cu SUA ar putea aduce înapoi livrările de gaz rusesc ieftin pe piața europeană, ceea ce a contribuit la diminuarea cotațiilor europene la gazele naturale. Un alt factor al diminuării cotațiilor la gazele naturale europene a fost îngrijorările economice legate de războiul comercial condus de SUA. Totuși, în luna iunie 2025, pe durata atacurilor cu rachete dintre Iran și Israel, prețurile la gazele naturale în Europa au reacționat prin creștere, ca multe alte materii prime. De menționat că amenințările tarifare și șocurile logistice alimentează volatilitatea cotațiilor. Deja în luna iulie 2025, achizițiile de gaze naturale lichefiate au crescut în unele părți din nordul Asiei pe fondul vremii caniculare, deviind din livrările către Europa. Actualmente, nivelul de umplere în Europa este de aproximativ 67,2 la sută (media ultimilor 5 ani fiind 75,7 la sută<sup>12</sup>), astfel stocurile europene sunt încă scăzute pentru această perioadă a anului. Totuși prețurile gazelor sunt frânate de riscurile la adresa creșterii economice globale generate de politicile tarifare ale SUA.

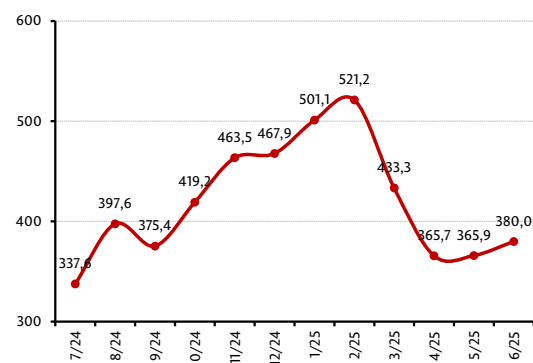
**Indicii prețurilor mondiale** calculați de Banca Mondială reflectă o schimbare semnificativă în evoluția prețurilor la materiile prime. Astfel, începând cu ianuarie 2025, ritmul anual de creștere al prețurilor din categoria fertilizanți a înregistrat valori semnificativ pozitive. Majorarea a fost determinată de creșterea costurilor de producție, în special la gazele naturale, restricțiile comerciale, deficitele de producție, în special în cazul ureei, și cererea puternică. Totodată, prețurile la resursele energetice au scăzut începând cu februarie 2025 din cauza scăderii cotațiilor petroliere și a gazelor naturale. După o creștere treptată a indicelui la produsele agricole, în ultimele 3 luni, acestea au stagnat, în mare parte reflectând dispersarea efectului

Graficul 2.5: Piața petrolieră



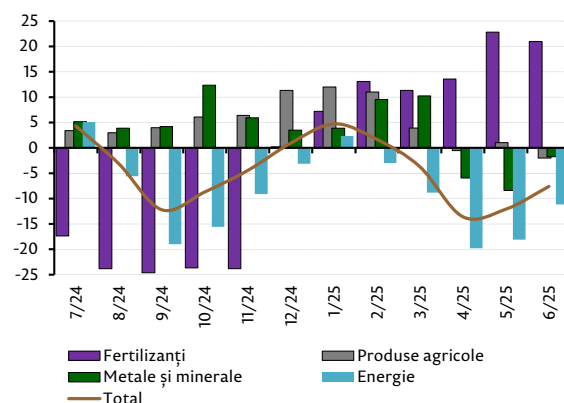
Sursa: Banca Mondială, CBOE  
 Notă: CBOE – Chicago Board Options Exchange  
 OVX – Crude Oil Volatility Index

Graficul 2.6: Evoluția cotației Netherlands TTF (EUR/1 000 metri cubi)



Sursa: Banca Mondială, calcule BNM

Graficul 2.7: Ritmul anual de creștere a indicilor prețurilor mondiale (%)

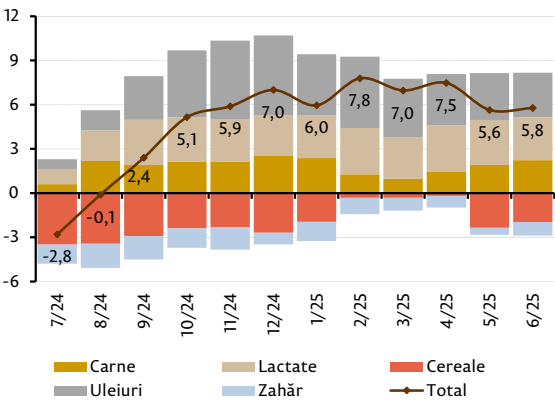


Sursa: Banca Mondială, calcule BNM

<sup>11</sup>Comisia Europeană *Comisia propune eliminarea treptată a importurilor în UE de gaze și petrol din Rusia* Strasbourg: 17 iunie 2025. Disponibil: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/ro/ip\\_25\\_1504](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/ro/ip_25_1504)

<sup>12</sup>Swiss Federal Office of Energy SFOE *Gas storage levels EU* Bern: 29 July 2025. Disponibil: <https://energiedashboard.admin.ch/gas/eu-gasspeicher>

Graficul 2.8: Ritmul anual de creștere a prețurilor mondiale la produsele alimentare (indicele FAO, %)



Sursa: FAO, calcule BNM

statistic al anului de bază, dar și compensarea pe alocuri dintre pozițiile luate în calcul. Prețurile la metale în scădere reflectă efectul tarifelor comerciale impuse de administrația Trump. Per total, indicele prețurilor mondiale din martie 2025 înregistrează ritmuri anuale de creștere negative (Graficul 2.7).

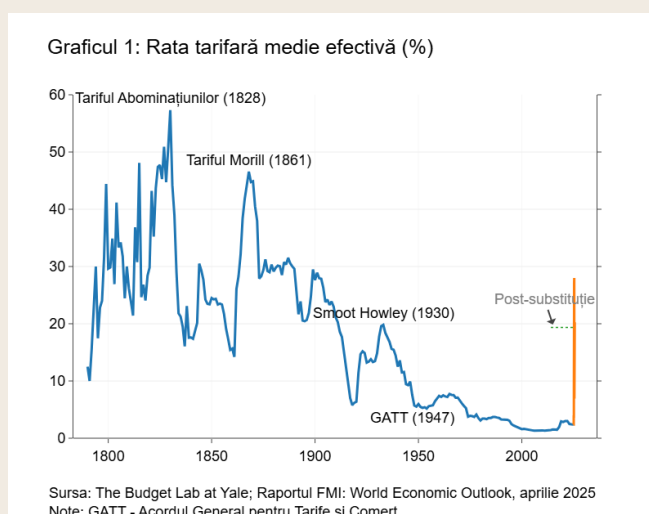
Începând cu luna septembrie 2024, prețurile medii la produsele alimentare pe plan internațional, reflectate în **indicele FAO**, au înregistrat un trend stabil pozitiv de creștere (Graficul 2.8). În luna iunie 2025, indicele FAO a înregistrat o creștere de 5,8 la sută față de iunie 2024, dar a rămas cu 20,1 la sută sub vârful atins în martie 2022. Deși indicii prețurilor la cereale și zahăr au scăzut, aceste reduceri au fost anulate de creșterile indicilor pentru produsele lactate, carne și uleiuri vegetale. Prețurile globale la porumb au scăzut brusc, deoarece creșterea ofertei sezoniere din Argentina și Brazilia a intensificat concurența între principalele origini de export. În schimb, în ciuda presiunii din partea ofertei din emisfera nordică, prețurile internaționale la grâu au crescut de la o lună la alta, reflectând în principal îngrijorările meteorologice din unele zone producătoare-cheie, inclusiv Federația Rusă și părți ale Uniunii Europene și Statele Unite ale Americii. Prețurile internaționale la uleiul de palmier s-au menținut la un nivel înalt, din cauza reducerii ofertei ca consecință a efectului El Niño din anul trecut, dar și a cererii puternice de importuri. În schimb, prețurile globale la uleiul de floarea-soarelui s-au menținut în contextul anticipărilor privind o recoltă satisfăcătoare în regiunea Mării Negre. Creșterea prețurilor la carne a fost determinată de prețuri mai mari la toate categoriile de carne. Tendința ascendentă continuă a prețurilor la lactate a fost determinată, în principal, de deficitul persistent în Oceania și Uniunea Europeană, corelat cu o cerere puternică de importuri din Asia, inclusiv din Orientul Apropiat. Scăderea prețurilor la zahăr reflectă, în principal, rezultatul îmbunătățirii perspectivei ofertei în principalele țări producătoare.

## Caseta

**Riscuri generate de încetinirea economiei SUA**

Debutul celui de-al doilea mandat al președintelui SUA, Donald Trump, a fost marcat de turbulențe care au pus sub semnul întrebării evoluția de mai departe a celei mai mari economii a lumii și, implicit, a economiei globale.

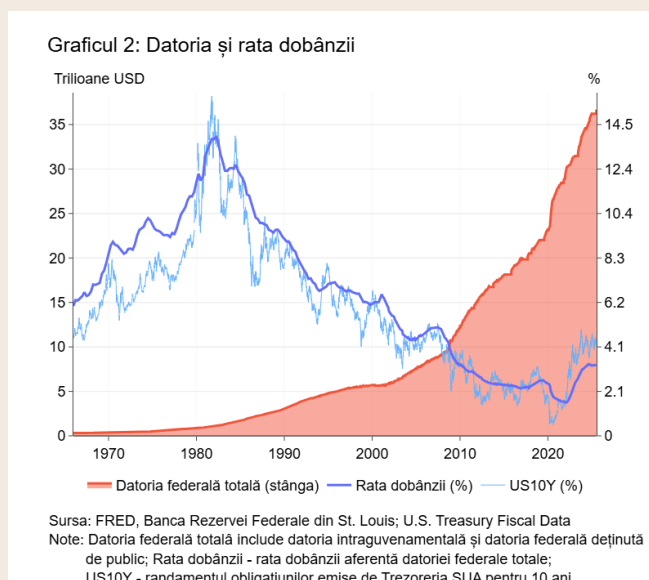
Tarifele vamale instituite de Donald Trump pentru importurile din mai multe țări, inclusiv din rândul principalilor parteneri comerciali și aliați, au determinat ca, în prezent, consumatorii din SUA să se confrunte cu o rată tarifară medie efectivă de 20,2 la sută. După reorientarea consumului<sup>a</sup>, rata tarifară medie va fi de 19,3 la sută, cea mai înaltă după anul 1933 (Graficul 1).<sup>1</sup>



Tarifele vamale, deși vor spori încasările la buget, vor încetini comerțul și activitatea economică și vor crește inflația. Nivelul înalt de incertitudine a determinat investitorii să se reorienteze spre alte economii mai predictibile, iar creditorii să ceară randamente mai mari la împrumuturile pentru guvernul SUA.

Aceasta din urmă a readus în lumina reflectoarelor problema sustenabilității datoriei publice a SUA.

În prezent, datoria federală deținută de public (care exclude datoria intra-guvernamentală) se află la nivelul de 29,3 trilioane dolari SUA<sup>2</sup>, sau circa 98 la sută din PIB<sup>3</sup>. Pentru comparație, în 2008, acest indicator se afla sub 40 la sută. Datoria federală totală este de 36,7 trilioane dolari SUA (Graficul 2, 3).



<sup>a</sup>Prețurile în creștere determină o parte din consumatori să își reorienteze preferințele.

## Casetă

Până în luna iunie a anului fiscal 2025, serviciul datoriei a costat 921 miliarde dolari SUA, ceea ce reprezintă 17 la sută din totalul cheltuielilor federale în anul fiscal 2025.<sup>4</sup>

Această sumă depășește întregul buget prevăzut pentru apărare pentru acest an (895,2 miliarde USD<sup>5</sup>). Aproape toate națiunile, care au pășit peste acest prag în trecut, și-au pierdut statutul de „mare putere” în piețele financiare, așa cum spune Legea lui Ferguson<sup>6</sup>.

În pofida îngrijorărilor privind sustenabilitatea datoriei federale, Donald Trump a promulgat pe 4 iulie 2025 așa-numita lege *One Big Beautiful Bill Act*, care conține un set important de măsuri fiscale menit să răspundă agendei interne a președintelui. Potrivit estimărilor Biroului Bugetar al Congresului, aceste măsuri vor adăuga 3,4 trilioane dolari SUA la datoria publică a SUA în următorul deceniu.<sup>7</sup>

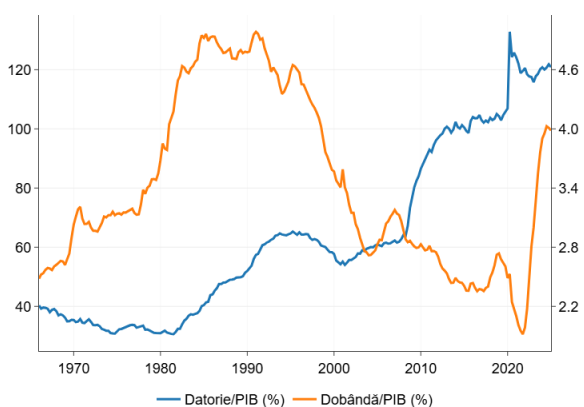
Pentru ca dinamica datoriei publice să fie sustenabilă e necesar (dar insuficient) ca următoarea condiție să fie respectată:

$$\frac{(1+i_t)}{(1+\pi_t)} - 1 < g_t$$

Unde  $i_t$  este rata dobânzii plătită la datoria publică,  $\pi_t$  – ritmul de creștere al prețurilor în economie (deflatorul  $\frac{PIB}{100} - 1$ ), iar  $g_t$  – ritmul de creștere al PIB-ului real.

Partea stângă a inegalității converge în timp spre rata reală cerută de investitori<sup>b</sup>. Media din ultimul an (până în iulie) a ratelor reale (pentru 1 an) este de 1,73 la sută.<sup>8</sup> În cazul în care creșterea PIB-ului ar scădea pentru mai mult timp sub acest nivel, guvernul SUA va fi nevoit să se ocupe de deficitul primar<sup>c</sup> pentru a stabiliza economia, însemnând măsuri pentru creșterea veniturilor și/ sau reduceri de cheltuieli. Ceea ce ar fi o sarcină delicată, întrucât creșterea taxelor pentru companii ar putea repudia investițiile și ar putea determina relocarea acestora în state mai favorabile, creșterea veniturilor prin taxarea muncii ar fi o alegere nepopulară, mai ales după ce majoritatea populației percepe măsurile fiscale adoptate recent ca fiind în favoarea bogaților<sup>9</sup>. Pe de altă parte, reducerea cheltuielilor poate agrava situația economică în funcție de impactul acestor măsuri asupra ratei de creștere a PIB-ului SUA.

Graficul 3: Datoria totală și dobânda raportate la PIB



Sursa: FRED, Banca Rezervei Federale din St. Louis; U.S. Treasury Fiscal Data

În perioade de încetinire economică, datoria publică a Statelor Unite tinde să crească și mai mult drept consecință a încercărilor guvernului federal de a stimula economia și mai ales în situația când arsenalul SRF este limitat.

Ritmul de creștere a PIB-ului SUA se află pe un trend descendent.

Pentru trimestrul II 2025, modelul *GDPNow* al Băncii Rezervei Federale din Atlanta estimează o creștere de 2,4 la sută (25 iulie).<sup>10</sup> Dacă aceasta se materializează, creșterea reală al PIB-ului, față de anul precedent (o măsură mai puțin volatilă), ar fi de 1,85 la sută, ritm în scădere pentru al 4-lea trimestru

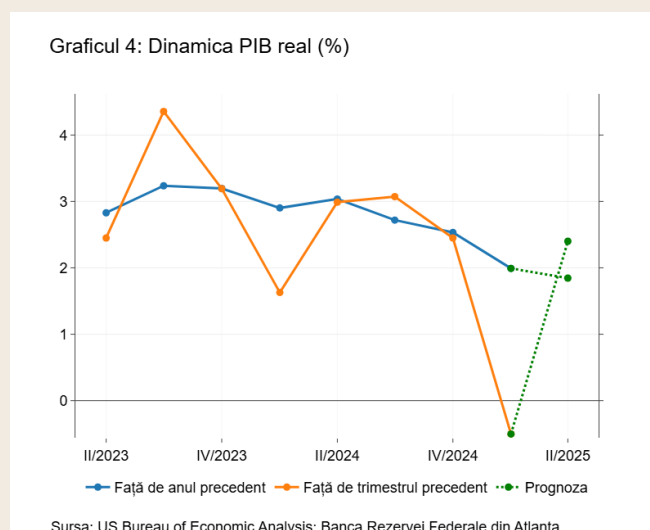
<sup>b</sup> Este o rată nominală medie ponderată.

<sup>c</sup> Deficitul primar este diferența dintre cheltuielile guvernamentale (fără a include plata dobânzilor) și veniturile guvernamentale.



## Caseta

consecutiv (Graficul 4).



Cu toate acestea, PIB-ul SUA se află pentru al 17-lea trimestru consecutiv supra PIB-ului potențial. După al Doilea Război Mondial, doar de alte 2 ori, PIB-ul SUA s-a menținut atât de mult peste nivelul potențial (24 și 20 trimestre, până în trimestrul IV 1969 și trimestrul I 2001, respectiv).

În anticiparea creșterii inflației, SRF se vede constrânsă să mențină rata dobânzii de referință la un nivel relativ ridicat.

Problema constă în faptul că, pentru a finanța deficitul bugetar, SUA continuă să se împrumute la rate ridicate (peste rata medie ponderată aferentă serviciului datoriei federale), ceea ce, în condițiile unui deficit în creștere, conduce la o îndatorare și mai mare.

În anul fiscal încheiat pe 30 septembrie 2024, deficitul bugetar al SUA a înregistrat 6,4 la sută din PIB (sau 6,6 la sută ajustat pentru a exclude efectele calendarului anumitor plăți).<sup>11</sup>

Atunci când o țară înregistrează un deficit de cont curent, aceasta acumulează datorii față de restul lumii, care sunt finanțate prin fluxuri în contul financiar. În cele din urmă, acestea trebuie să fie rambursate.<sup>12</sup>

Factorul cel mai important care a permis și susținut îndatorarea SUA la un asemenea nivel și pentru atât de mult timp este, cu siguranță, dominația dolarului american.

La sfârșitul primului trimestru din 2025, aproximativ 58 la sută din rezervele valutare globale erau în dolari SUA, în timp ce 10 ani mai devreme, această cotă se afla la 65 la sută<sup>13 14</sup>. La începutul anului 2025, circa 54 la sută din totalul comerțului global<sup>d</sup> (33 trilioane USD<sup>15</sup>) se realiza în USD.<sup>16</sup> În plus, persoane și agenți economici din întreaga lume dețin USD ca mijloc de conservare a valorii, pentru a se proteja de inflație și fluctuații valutare.

Oferta de monedă americană<sup>e</sup> a crescut rapid în ultimii ani, ajungând la aproximativ 2,39 trilioane dolari SUA în iunie 2025.<sup>17</sup> Dacă 45 la sută<sup>f</sup> din aceasta este deținută în străinătate, străinii ar oferi guvernului SUA un împrumut fără dobândă de 1,07 trilioane USD în fiecare an<sup>18</sup>.

Dolarul își va păstra, cel mai probabil, supremația în anii care urmează. Însă, privarea economiei SUA de bani ieftini ar putea porni o spirală cu repercusiuni negative pentru economia SUA și întregul sistem financiar global. Titlurile de stat americane, odată active de refugiu și considerate de investitori ca fiind „fără risc”, s-ar putea să înceapă să nu mai fie percepute așa.

<sup>d</sup>Date ce cuprind 115 state ce constituie 75 la sută din exporturile globale.

<sup>e</sup>Numerar în circulație.

<sup>f</sup>Estimare conservatoare, potrivit datelor SRF: The International Role of the U.S. Dollar, Figure 4

## Casetă

În situații globale de criză, dolarul SUA are proprietatea de a-și spori influența – proprietate ce a fost numită „capcana dolarului”.<sup>19</sup> S-ar părea că acesta este un echilibru instabil, cu riscuri mari pentru economia globală. Până acum însă, în mod paradoxal, însăși teama de devastare pe care ar provoca-o o eventuală prăbușire a dolarului a avut un efect stabilizator asupra acestuia. Diferența, de această dată, este că economia SUA se auto-izolează și, posibil, auto-restrânge.

Deprecierea dolarului ar trebui să încurajeze exporturile, ceea ce ar atenua din impactul negativ, însă tensiunile comerciale s-ar putea să limiteze acest efect.

„Cum ai dat faliment?”  
 „În două feluri: treptat, apoi brusc.”  
 – Ernest Hemingway, Fiesta

Este improbabil ca SUA să intre în faliment, întrucât datoria federală este denominată în moneda națională. Însă, așa cum punctează Ken Rogoff (profesor la Universitatea Harvard și fost economist-șef al FMI), o criză a datoriilor ar putea lua două forme:<sup>20</sup>

- **O explozie a inflației, care să provoace un șoc economic.** „Este greu de spus exact cum va arăta acest șoc, dar probabil va fi mai dureros decât șocul inflaționist din perioada COVID-19, care a dus doar la ajustări relativ minore în piețele de obligațiuni”;
- **Guvernul ar putea gestiona datoria menținând artificial dobânzile scăzute și restricționând fluxurile de capital.** Dar aceste măsuri vor afecta creșterea economică și vor acționa, în esență, ca o taxă asupra economiilor populației.

Rogoff anticipează că SUA va intra într-o criză a datoriilor în următorii 4-5 ani.

Trebuie notat faptul că stabilitatea relativă a pieței obligațiunilor în perioada pandemiei a fost asigurată, practic, de intervențiile masive ale SRF. În cazul unui șoc mai puternic, a unui dolar mai slab, a unui bilanț umflat, există dubii că SRF va mai putea interveni într-o manieră similară.

Acesta este momentul monedei euro, aclama Christine Lagarde, în articolul de opinie publicat la scurt timp după „Ziua eliberării” (n.r. 2 aprilie, 2025)<sup>21</sup>.

În același articol, Lagarde nota faptul că creșterea statutului global al monedei euro ar aduce beneficii tangibile: costuri de împrumut mai mici, expunere redusă la fluctuațiile valutare și protecție împotriva sancțiunilor și măsurilor coercitive.

Inversul este valabil pentru monedele din contul cărora ar veni această ascensiune.

## Referințe:

1. State of U.S. Tariffs: July 23, 2025 | The Budget Lab at Yale
2. Debt to the Penny | U.S. Treasury Fiscal Data
3. The Federal Budget in Fiscal Year 2024: An Infographic | Congressional Budget Office
4. Understanding the National Debt | U.S. Treasury Fiscal Data
5. FY 2025 Defence Funding Levels
6. Ferguson's Law
7. H.R. 1, One Big Beautiful Bill Act (Dynamic Estimate) | Congressional Budget Office
8. Inflation Expectations
9. Most U.S. adults think the GOP tax bill will help the wealthy and harm the poor, AP-NORC poll finds | PBS News
10. GDPNow - Federal Reserve Bank of Atlanta
11. The Federal Budget in Fiscal Year 2024: An Infographic | Congressional Budget Office
12. Current Account Deficits
13. COFER
14. The US dollar's role in the international monetary system is now dangerously in flux | Chatham House – International Affairs Think Tank
15. Global trade hits record \$33 trillion in 2024, driven by services and developing economies | UN Trade and Development (UNCTAD)
16. Dollar Dominance Monitor - Atlantic Council
17. Currency in Circulation (CURRCIR) | FRED | St. Louis Fed
18. The Innocent Greenbacks Abroad: U.S. Currency Held Internationally
19. The Dollar Trap | Princeton University Press
20. US Debt Crisis Outlook: Ray Dalio, Ken Rogoff, Niall Ferguson Warnings - Business Insider
21. This is Europe's 'global euro' moment

## 2.2 Evoluția economiilor importante

În trimestrul II 2025, produsul intern brut al **Statelor Unite ale Americii** s-a contractat ușor cu 0,7 la sută față de trimestrul anterior (în termeni ajustați sezonier), dar a fost în creștere cu 1,9 la sută față de trimestrul II 2024. În prima jumătate a anului 2025, producția industrială în SUA a crescut în termeni medii anuali cu 1,4 la sută, iar rata șomajului s-a menținut relativ stabilă și a înregistrat un nivel de 4,1 la sută în iunie 2025. În luna iunie 2025, prețurile de consum în SUA au crescut cu 0,3 la sută comparativ cu luna precedentă și cu 2,7 la sută comparativ cu iunie 2024, ceea ce reprezintă o inversare a trendului descendent al inflației și un prim efect vădit al tarifelor comerciale introduse de administrația Trump.

În trimestrul II 2025, activitatea economică în **zona euro** a crescut în medie cu 0,1 la sută comparativ cu trimestrul precedent și cu 1,4 la sută comparativ cu perioada similară a anului precedent (date ajustate sezonier). În primele 5 luni ale anului 2025, producția industrială în zona euro a crescut în medie cu 1,7 la sută față de aceeași perioadă a anului precedent. În condițiile în care producția industrială în Germania, Franța și Italia a continuat să se reducă, creșterea producției industriale în zona euro a fost asigurată de Irlanda, Finlanda și alte țări. Rata șomajului în zona euro a continuat să se mențină la niveluri istorice minime și a înregistrat valoarea de 6,2 la sută în iunie 2025 (ajustat sezonier). Prețurile de consum s-au stabilizat, iar inflația armonizată în zona euro a atins nivelul de 2,0 la sută țintit de BCE. Recuperarea economică și stabilitatea presiunilor inflaționiste în zona euro riscă să fie perturbate de tarifele comerciale introduse de administrația Trump. Actualmente sunt în vigoare tarifele comerciale generale de 15 la sută și de 25 la sută pentru importul de oțel și aluminiu. Totodată, UE intenționează să reducă deficitul bugetar prin ample măsuri de austeritate fiscală, în timp ce majorează semnificativ finanțarea cheltuielilor militare.

Conform Eurostat, economia **Germaniei** a scăzut cu 0,1 la sută în trimestrul II 2025 față de trimestrul I 2025, dar a fost mai mare cu 0,4 la sută față de trimestrul II 2024. Prețurile de consum din Germania în luna iunie 2025 au stagnat față de luna precedentă și au crescut cu 2,0 la sută față de iunie 2024. Rata șomajului în luna iunie 2025 în Germania a fost de 3,7 la sută. Economia Germaniei arată semne de stabilizare după doi ani consecutivi de recesiune, dar în continuare persistă incertitudini cu privire la evoluția sa în 2025. Guvernul german a înrăutățit previziunile economice, subliniind impactul negativ al incertitudinilor din comerțul mondial, precum și necesitatea unor măsuri pentru a stimula creșterea economică și pentru a gestiona impactul financiar al recesiunii. De asemenea, o provocare pentru economia germană va fi să facă față schimbărilor structurale impuse de scăderea competitivității industriilor sale cheie, în special industria auto și cea chimică. Regiunile cu o prezență puternică a companiilor din aceste sectoare riscă să se confrunte în mod special cu creșterea puternică a șomajului până când angajații vor fi recalificați profesional.

În trimestrul II 2025, produsul intern brut în **Franța** a crescut cu 0,3 la sută față de trimestrul precedent și cu 0,7 la sută față de aceeași perioadă a anului precedent. Perspectivile pentru economia franceză în 2025 devin din ce în ce mai nesigure ca rezultat al războiului comercial declanșat de administrația Trump. Totodată, intenția guvernului francez de a limita deficitul public va avea, de asemenea, un impact negativ asupra cererii interne. Franța este vizată de procedura de deficit excesiv (PDE) și s-a angajat ca până în 2026 să readucă deficitul sub limita stabilită de UE, de 3 la sută din PIB. În luna iunie 2025, prețurile de consum au crescut în Franța cu 0,4 la sută în bază lunară și cu 0,9 la sută în bază anuală. Rata șomajului în luna iunie 2025 în Franța a fost de 7,0 la sută.

În trimestrul II 2025, produsul intern brut în **Italia** a scăzut cu 0,1 la sută față de trimestrul precedent și a crescut cu 0,4 la sută față de aceeași perioadă a anului precedent. În luna iunie 2025, prețurile de consum au crescut în Italia cu 0,2 la sută în bază lunară și cu 1,8 la sută în bază anuală. Rata șomajului în luna iunie 2025 în Italia a fost de 6,3 la sută. Economia Italiei se așteaptă să înregistreze o creștere moderată în 2025 din cauza incertitudinilor legate de evoluția comerțului mondial și de eventualele creșteri ale tarifelor comerciale. Totodată, riscurile exogene legate de evoluția prețurilor la nivel global pot influența inflația, care a ajuns în limita țintei BCE. Totodată, în ciuda creșterii economice, în anumite sectoare, cum ar fi comerțul, restaurantele și industria hotelieră, s-ar putea atesta lipsa forței de muncă calificate.

Economia **Chinei** a crescut cu 5,2 la sută în trimestrul II 2025 față de trimestrul II 2024, exporturile solide contrabalansând încetinirea cererii interne din a doua cea mai mare economie a lumii. Rata de creștere economică, care a depășit ușor estimarea medie de 5,1 la sută a analiștilor economici, dar a fost inferioară creșterii de 5,4 la sută din trimestrul I 2025. Cea mai mare provocare pentru economia Chinei, în a doua jumătate a anului, constă în incertitudinea din jurul politicii comerciale a SUA. Totodată, este probabil ca factorii de decizie politică din China să ajusteze măsurile anticiclice pentru a ținti o creștere anuală de 5 la sută în 2025.

## 2.3 Evoluția economiilor vecine și principali parteneri de comerț

În trimestrul I 2025, produsul intern brut în **România** a stagnat (în termeni ajustați sezonier) comparativ cu trimestrul precedent, iar comparativ cu perioada similară a anului 2024, pe seria brută a înregistrat o creștere de 0,5 la sută. În perioada ianuarie-mai 2025, producția industrială din România s-a contractat față de perioada similară a anului 2024 cu 2,8 la sută pe seria brută și cu 1,3 la sută pe seria ajustată sezonier. În luna iunie 2025, prețurile de consum în România au crescut cu 0,45 la sută față de nivelul prețurilor din luna precedentă și cu 5,66 la sută față de nivelul prețurilor din luna iunie 2024. Măsurile adoptate de Guvernul Ilie Bolojan urmăresc să reducă cel mai mare deficit bugetar din Uniunea Europeană – 9,3 la sută din PIB în 2024 – printr-un mix de majorări de taxe și reduceri de cheltuieli, estimate la 12,7 miliarde RON (0,67 la sută din PIB)

în 2025 și de 10,8 miliarde RON (0,52 la sută din PIB) în 2026<sup>13</sup>. Planul fiscal al Guvernului are ca scop evitarea sancțiunilor din partea Comisiei Europene, restabilirea încrederii investitorilor și păstrarea ratingului de țară în zona „recomandat pentru investiții”. Astfel, începând cu august 2025 în România urmează să crească cota TVA standard de la 19 la 21 la sută, iar cotele reduse (5 și 9 la sută) se unifică la 11 la sută pentru numeroase produse. Accizele la carburanți și alcool cresc cu 10 la sută și cele la tutun cu 3 la sută. Totodată, se introduc o contribuție de 10 la sută pentru sănătate aplicată pensiilor mai mari de 3 000 RON/lună, majorarea impozitului pe dividende de la 10 la 16 la sută, dublarea taxei pe veniturile băncilor (de la 2 la 4 la sută), majorări de taxe în domeniul jocurilor de noroc, imobiliare și infrastructură rutieră. În paralel, salariile bugetarilor și pensiile vor fi înghețate în 2026, iar bugetele pentru investiții publice vor fi tăiate temporar în 2025 cu 0,5 la sută din PIB. Astfel, economia României va încetini puternic în 2025, consumul privat va scădea din cauza inflației și a reducerii venitului disponibil, iar investițiile publice vor suferi din cauza austerității. Rata șomajului ar putea crește ușor, în condițiile în care angajările se reduc atât în sectorul public, cât și în cel privat. Inflația este estimată să atingă un vârf de peste 8 la sută în toamnă, din cauza efectului cumulativ al eliminării plafonului la electricitate și a majorării TVA și accizelor. Totuși, presiunea inflaționistă este considerată temporară, urmând ca inflația să revină spre 4 la sută până la sfârșitul anului 2026. Deficitul bugetar ar putea scădea la 6,4 la sută în 2026, dar datoria publică va depăși 60 la sută din PIB. Dacă România dovedește progrese, ar putea evita suspendarea fondurilor UE și chiar primi tranșa de 3-4 miliarde euro din Planul Național de Redresare și Reziliență (PNRR) în 2026. Planul fiscal al României este cel mai amplu din ultimii 15 ani. Pe termen scurt, acesta aduce stagnare economică, inflație și posibile tensiuni sociale. Dar dacă va fi implementat integral, țara ar putea ieși din criză cu un sistem public mai eficient, un buget sustenabil și acces mai bun la finanțare europeană.

În trimestrul I 2025, economia **Poloniei** a crescut cu 0,7 la sută (în termeni ajustați sezonier) față de trimestrul precedent și cu 3,6 la sută comparativ cu perioada similară a anului 2024. În perioada ianuarie-mai 2025, producția industrială în Polonia a crescut în bază anuală cu 1,6 la sută. În luna iunie 2025, prețurile de consum au crescut nesemnificativ cu 0,1 la sută față de luna precedentă și cu 4,1 la sută față de iunie 2024. Se așteaptă ca economia Poloniei să își continue traiectoria de creștere în 2025, impulsionată de o cerere internă puternică și de investiții. Deși riscurile externe și ritmul proiectelor finanțate de UE vor fi factori importanți de monitorizat, Polonia este bine poziționată pentru a rămâne una dintre economiile cu cea mai rapidă creștere din Uniunea Europeană. Se așteaptă ca inflația să scadă și să intre în intervalul de toleranță al Băncii Naționale a Poloniei, deși sunt posibile creșteri temporare datorate ajustărilor prețurilor la energie. De asemenea, se așteaptă o consolidare fiscală treptată, reducerea deficitului și îmbunătățirea sustenabilității fiscale pe termen lung.

<sup>13</sup>Economed.ro *Varianta finală a măsurilor fiscale adoptate de Guvernul Bolojan. Taxe mai mari pentru pariuri, CASS mai mic pentru anumite persoane, CASS pentru pensii doar până în 2028, subvenție diminuată cu 40% pentru partide* București: 7 iulie 2025. Disponibil: [https://economed.ro/varianța-finală-a-măsurilor-fiscale-adoptate-de-guvernul-bolojan-surse.html?uord=kV-ZI7e8tj7hIm5E/\\_EkLSVVR3ouxKRVmTyTwZxxj7zigjo-HnKPPF2LMEFyVYpPm4mpt8BcoXNBPrqxqTI9H4WP9lpkOVKAQt1uyHWHIjyZxJdrHuH9sTUpICeT9o2iOFVQRd1z](https://economed.ro/varianța-finală-a-măsurilor-fiscale-adoptate-de-guvernul-bolojan-surse.html?uord=kV-ZI7e8tj7hIm5E/_EkLSVVR3ouxKRVmTyTwZxxj7zigjo-HnKPPF2LMEFyVYpPm4mpt8BcoXNBPrqxqTI9H4WP9lpkOVKAQt1uyHWHIjyZxJdrHuH9sTUpICeT9o2iOFVQRd1z)

În trimestrul I 2025, economia **Turciei** a crescut cu 1,0 la sută (în termeni ajustați sezonier) față de trimestrul precedent și a crescut cu 2,0 la sută comparativ cu perioada similară a anului 2024. În perioada ianuarie-mai 2025, producția industrială în Turcia a crescut în bază anuală cu 1,5 la sută. Pe fundalul efectului cumulat al deprecierii lirei turcești, prețurile de consum din Turcia au continuat să crească, în luna iunie 2025, cu 1,4 la sută față de luna precedentă și cu 35,05 la sută față de iunie 2024. Chiar dacă economia Turciei se recuperează, provocările sunt multiple în contextul tensiunilor geopolitice în Orientul Mijlociu, amenințării impunerii sancțiunilor pentru țările care importă produse din Federația Rusă și al fluxului redus de turiști care va contribui la diminuarea veniturilor sectorului servicii.

În trimestrul I 2025, produsul intern brut în **Ucraina** a crescut cu 0,7 la sută față de trimestrul precedent (în termeni ajustați sezonier) și în termeni anuali a crescut cu 0,9 la sută. Totodată, datele statistice și prognozele privind economia Ucrainei continuă să fie foarte sumbre în condițiile în care războiul durează și a afectat foarte mult infrastructura industrială și transportul maritim. În primele cinci luni ale anului 2025, producția industrială în Ucraina s-a contractat cu 5,2 la sută față de aceeași perioadă a anului precedent. Prețurile de consum au continuat să crească pe fondul deprecierii hrivnei ucrainene și a majorării prețurilor reglementate, în luna iunie 2025 înregistrându-se o inflație lunară de 0,8 la sută, iar față de iunie 2024, prețurile de consum din Ucraina s-au majorat cu 14,3 la sută.



## Capitolul 3

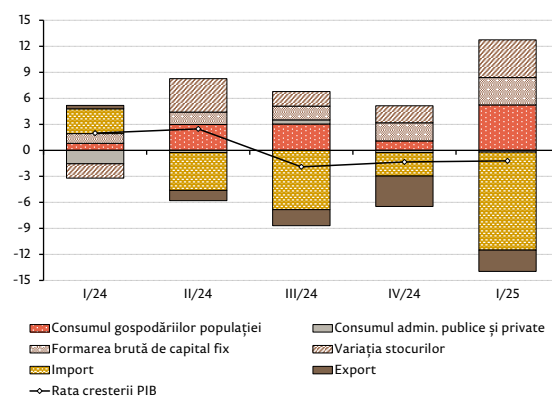
# Evoluții ale activității economice

### 3.1 Cererea

**La începutul anului curent, rata anuală a PIB a continuat dinamica negativă începută în a doua parte a anului precedent. În acest fel, în trimestrul I 2025 PIB s-a contractat cu 1,2 la sută, comparativ cu perioada similară a anului 2024. Dinamica respectivă a fost ușor superioară celei anticipate în cadrul Raportului asupra inflației, mai 2025, fiind determinată, preponderent, de impactul negativ din partea cererii externe nete. Cererea internă, atât din partea populației, în contextul creșterii veniturilor în termeni reali, dar și din partea agenților economici a atenuat parțial acest efect. Totodată, merită a fi menționat impactul negativ asupra dinamicii PIB din partea sectorului agricol, precum și din partea industriei, a activităților profesionale, științifice și tehnice. Acesta a fost parțial diminuat de evoluțiile pozitive din sectorul construcțiilor, sectorul informațiilor și comunicațiilor, activităților financiare și de asigurări. În același timp, seria ajustată sezonier reflectă o creștere de 1,1 la sută a PIB comparativ cu trimestrul IV 2024.**

Din perspectiva utilizărilor, în trimestrul I 2025 consumul gospodăriilor populației a continuat dinamica pozitivă observată și în perioadele precedente, înregistrând o creștere de 6,3 la sută comparativ cu trimestrul I 2024, generând astfel un impact pozitiv de 5,2 puncte procentuale la dinamica PIB (Graficul 3.1). În trimestrul I 2025 consumul final al administrației publice s-a diminuat cu 0,6 la sută, generând un impact negativ de 0,1 puncte procentuale la dinamica PIB. Investițiile au generat un aport pozitiv de 7,5 puncte procentuale la dinamica PIB. În structură, acesta a fost determinat atât de contribuția pozitivă din partea subcomponentei variația stocurilor, cât și de dinamica formării brute de capital fix. În acest sens, variația stocurilor a generat un impact de 4,4 puncte procentuale la dinamica PIB. Formarea brută de capital fix s-a majorat cu 16,1 la sută și a contribuit cu 3,2 puncte procentuale la dinamica PIB la începutul anului curent. Pe de altă parte însă, un impact negativ pronunțat a fost determinat de dinamica exportului net de bunuri și servicii (-13,8 puncte procentuale). Astfel, exporturile, în termeni reali, s-au diminuat cu 6,8 la sută și au generat un impact negativ de 2,5 puncte procentuale. Totodată, importurile, în trimestrul I 2025 s-au majorat cu 19,6 la sută comparativ cu perioada similară a anului precedent, generând o contribuție negativă de 11,3 puncte procentuale la dinamica PIB.

Graficul 3.1: Contribuția componentelor cererii la creșterea PIB (puncte procentuale)



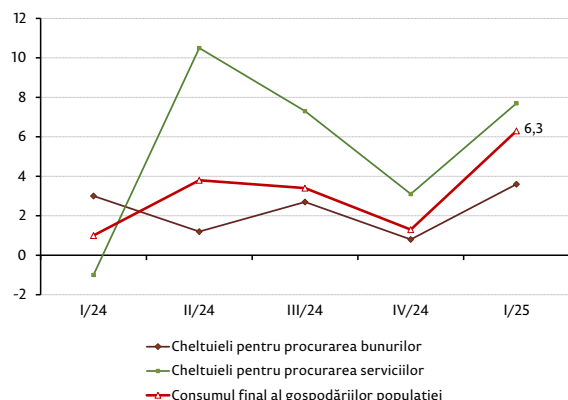
Sursa: BNS, calcule BNM

### Cererea de consum a populației

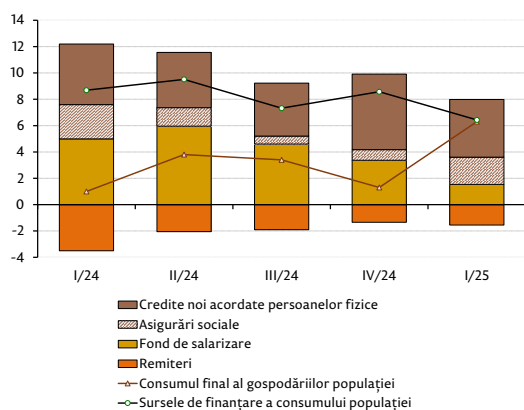
**Dinamica anuală pozitivă a consumului gospodăriilor populației s-a accelerat semnificativ în trimestrul I 2025.**

Astfel, ritmul anual al consumului final al gospodăriilor populației a înregistrat un nivel de 6,3 la sută, fiind cu 5,0 puncte procentuale

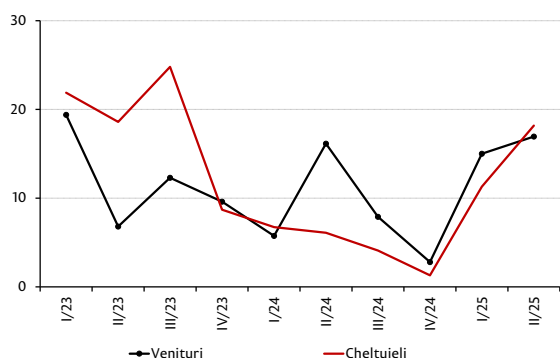
Graficul 3.2: Evoluția în termeni reali a consumului final al gospodăriilor populației (% față de anul precedent)



Graficul 3.3: Evoluția venitului disponibil al populației (% față de anul precedent) și contribuțiile subcomponentelor (puncte procentuale)



Graficul 3.4: Dinamica veniturilor și a cheltuielilor publice (% față de anul precedent)



superior celui din trimestrul IV 2024. Dinamica respectivă a consumului populației a fost susținută de majorarea cheltuielilor pentru procurarea serviciilor cu 7,7 la sută, în timp ce cheltuielile pentru procurarea bunurilor au crescut cu 3,6 la sută față de perioada similară a anului precedent (Graficul 3.2).

**Evoluția ascendentă a consumului populației a fost susținută de majorarea veniturilor în termeni reali.**

**În acest sens, principalele surse de finanțare a acestuia, în ansamblu, au continuat dinamica pozitivă în trimestrul I 2025 (Graficul 3.3).**

Astfel, creditele noi acordate populației, fondul de salarizare și asigurările sociale au consemnat o dinamică pronunțată pe parcursul trimestrului I 2025, generând, astfel, contribuții pozitive în cadrul potențialelor surse de finanțare a consumului populației. Pe de altă parte, remiterile, în termeni reali, au înregistrat o contractare în perioada respectivă, atenuând din impactul componentelor sus-menționate.

## Sectorul public

**Conform datelor furnizate de către Ministerul Finanțelor, pe parcursul trimestrului II 2025, veniturile bugetului public național au fost acumulate în sumă de 31,4 miliarde lei, cu 16,9 la sută peste nivelul acumulat în aceeași perioadă a anului 2024 (Graficul 3.4).**

Partea majoră a veniturilor bugetare a fost acumulată din contul impozitelor și taxelor, care au avut o pondere de 57,2 la sută. Contribuțiile de asigurări sociale obligatorii de stat și primele de asigurări obligatorii de asistență medicală au constituit 30,5 la sută, iar ponderea altor venituri și granturi au constituit 6,5 la sută și, respectiv, 5,9 la sută din totalul veniturilor bugetare.

Cheltuielile bugetului public național, în trimestrul II 2025, au totalizat 35,5 miliarde lei, înregistrând o creștere de 18,2 la sută față de perioada similară a anului 2024. În totalul de cheltuieli, ponderea cea mai mare au avut-o cheltuielile pentru protecția socială – 39,4 la sută, învățământului au fost alocate 17,8 la sută, iar pentru ocrotirea sănătății – 13,2 la sută din totalul cheltuielilor efectuate.

De menționat că, în perioada de referință, din bugetul de stat (BS) au fost efectuate transferuri în bugetul asigurărilor sociale de stat (BASS), în fondul asigurărilor obligatorii de asistență medicală (FAOAM) și în bugetele locale (BL) în sumă de 13,8 miliarde lei, în creștere cu 21,4 la sută comparativ cu perioada similară a anului 2024 (Graficul 3.5). Partea majoră a transferurilor a fost îndreptată către bugetele locale – 45,8 la sută din totalul transferurilor, fiind urmată de transferurile către BASS, circa 41,0 la sută și transferurile către FAOAM – circa 13,2 la sută.

În acest context, în trimestrul II 2025, executarea bugetului public național s-a soldat cu un deficit de 4,1 miliarde lei. În perioada similară a anului 2024, executarea bugetului public național s-a soldat cu un deficit de aproximativ 3,2 miliarde lei. Soldurile conturilor bugetului public național, la situația din 30 iunie 2025, au constituit 17,0 miliarde lei.

În trimestrul II 2025, contul unic trezorerial (CUT) s-a caracterizat prin creșterea ritmurilor anuale atât la efectuarea plăților, cât și la încasarea mijloacelor bănești comparativ cu trimestrul similar al anului precedent (Graficul 3.6). Ca rezultat al intrărilor și ieșirilor din cont, la 30 iunie 2025, soldul CUT a constituit circa 11,4 miliarde lei, înregistrând o creștere anuală de 16,7 la sută (Graficul 3.7). În același timp, la finele trimestrului de raportare, soldul contului de depozit în valută al Guvernului la Banca Națională a Moldovei a constituit echivalentul a 4,3 miliarde lei, față de 2,4 miliarde lei la 31 decembrie 2024.

### Datoria de stat

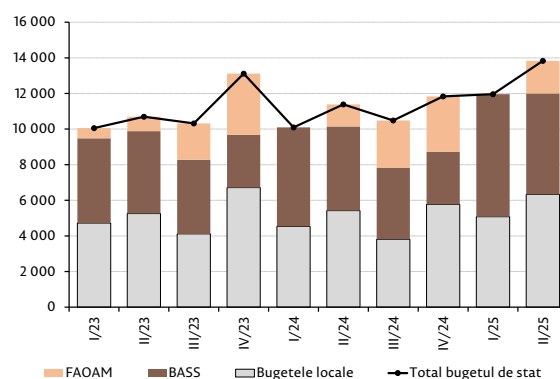
**La situația din 30 iunie 2025, soldul datoriei de stat a Republicii Moldova a însumat circa 127,2 miliarde lei, raportată la PIB<sup>14</sup> aceasta a constituit 38,0 la sută** (Graficul 3.9).

În termeni anuali, datoria de stat a înregistrat o creștere nominală de 18,8 la sută (Graficul 3.8), ca urmare a majorării datoriei de stat externe recalculate în moneda națională (cu o contribuție pozitivă de 14,4 puncte procentuale) și a datoriei de stat interne (cu o contribuție pozitivă de 4,4 puncte procentuale). Datoria de stat, la 30 iunie 2025, a fost formată din datoria de stat externă în proporție de 61,9 la sută și datoria de stat internă în proporție de 38,1 la sută.

La 30 iunie 2025, soldul datoriei de stat externe a însumat circa 4 671,5 milioane dolari SUA, superior celui de la sfârșitul lunii iunie 2024 cu 1 144,9 milioane dolari SUA sau cu 32,5 la sută. Recalculat în moneda națională, soldul datoriei de stat externe a constituit circa 78,7 miliarde lei (23,5 la sută în PIB<sup>14</sup>), (Graficul 3.9).

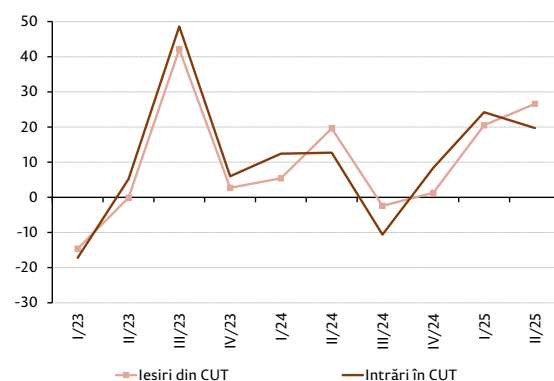
La finele lunii iunie 2025, datoria de stat internă a constituit circa 48,5 miliarde lei (14,5 la sută în PIB<sup>14</sup>), (Graficul 3.9) superioară celei din 30 iunie 2024 cu 10,6 la sută (Graficul 3.8). Majorarea datoriei de stat interne a fost determinată de valorile mobiliare de stat (VMS) emise pe piața primară, al căror volum a crescut cu 16,1 la sută și plasamentelor directe de la persoanele fizice. Ca urmare a acestor evoluții, datoria internă a fost formată din VMS emise pe piața primară (71,8 la sută), VMS emise pentru executarea garanțiilor de stat (23,6 la sută), VMS convertite (3,4 la sută) și plasamente directe de la persoanele fizice (1,3 la sută).

Graficul 3.5: Evoluția transferurilor bugetare (milioane lei)



Sursa: Ministerul Finanțelor

Graficul 3.6: Evoluția fluxurilor contului unic trezorerial (% față de anul precedent)



Sursa: BNM

<sup>14</sup>PIB estimat de BNM.

***Piața primară a valorilor mobiliare de stat (VMS)***

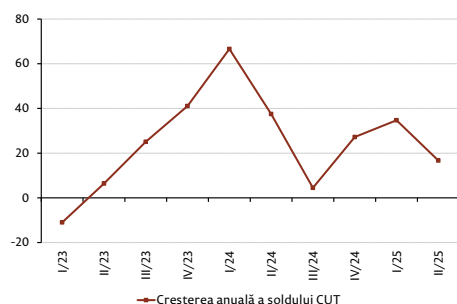
Pe parcursul trimestrului II 2025, Ministerul Finanțelor a pus în circulație valori mobiliare de stat în valoare totală de 11 602,9 milioane lei, cu 9,1 la sută mai puțin decât volumul ofertei inițiale. Comparativ cu trimestrul anterior, pe piața primară a valorilor mobiliare de stat s-a înregistrat o creștere a cererii din partea băncilor licențiate cu 28,9 la sută (Graficul 3.10). Totodată, cererea băncilor a fost cu 39,2 la sută mai mare decât oferta Ministerului Finanțelor, constituind 17 758,0 milioane lei.

Pe parcursul perioadei de raportare, ratele medii efective ale dobânzilor la bonurile de trezorerie cu scadența de 91 zile, 182 zile și 364 zile au înregistrat creșteri față de trimestrul precedent, majorându-se cu 0,01 puncte procentuale, 1,77 puncte procentuale și, respectiv, 1,28 puncte procentuale. De asemenea, ratele medii efective ale dobânzilor la obligațiunile de stat cu scadența de 2 ani, s-au mărit față de trimestrul I 2025 cu 1,20 puncte procentuale, iar ratele medii efective ale dobânzilor la obligațiunile de stat cu scadența de 7 ani s-au micșorat cu 1,14 puncte procentuale.

În această perioadă, băncile au continuat să prioritizeze investițiile în valori mobiliare cu scadențe pe termen scurt, manifestând o prudență sporită în ceea ce privește angajamentele pe termen lung (Graficul 3.11).

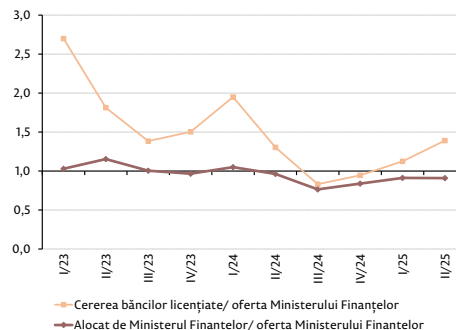
Structura portofoliului VMS puse în circulație pe parcursul perioadei de referință evidențiază că cele mai solicitate VMS au fost cele cu scadența la 364 de zile, care au constituit 56,8 la sută din totalul tranzacțiilor, fiind urmate de bonurile de trezorerie de 182 de zile, ale căror pondere a constituit 40,5 la sută, iar ponderea bonurilor de trezorerie de 91 de zile a reprezentat 1,6 la sută. În ceea ce privește obligațiunile de stat, ponderea celor cu scadența de 2 ani a constituit 0,3 la sută, cea a obligațiunilor de stat cu scadența de 7 ani – 0,1 la sută, iar obligațiunile de stat cu scadența de 10 ani au avut o pondere de 0,6 la sută (Graficul 3.12).

Graficul 3.7: Evoluția soldului contului unic trezorerial (% față de anul precedent)



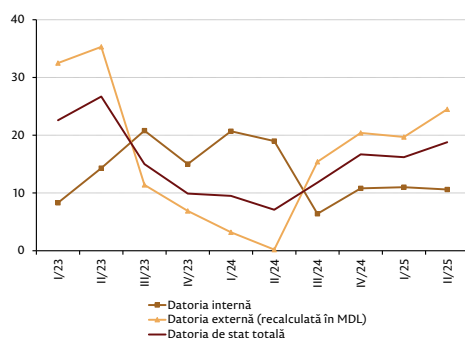
Sursa: BNM

Graficul 3.10: Raportul dintre cerere și ofertă pe piața primară a valorilor mobiliare de stat



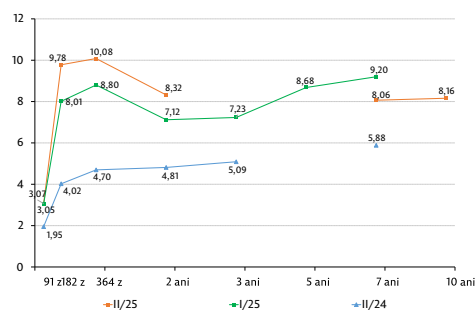
Sursa: BNM

Graficul 3.8: Evoluția ritmului anual de creștere a datoriei de stat (% sfârșit de trimestru)



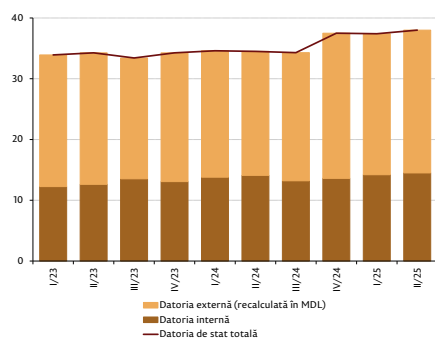
Sursa: Ministerul Finanțelor

Graficul 3.11: Curba randamentelor VMS (%)



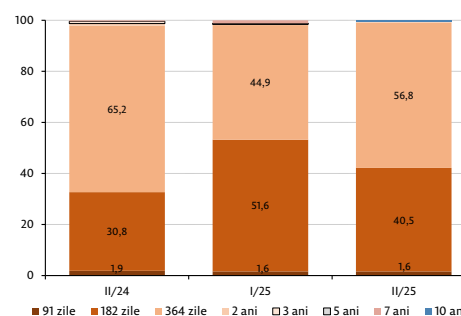
Sursa: BNM

Graficul 3.9: Ponderea datoriei de stat în PIB (% sfârșit de trimestru)



Sursa: Ministerul Finanțelor

Graficul 3.12: Structura VMS alocate pe piața primară (%)

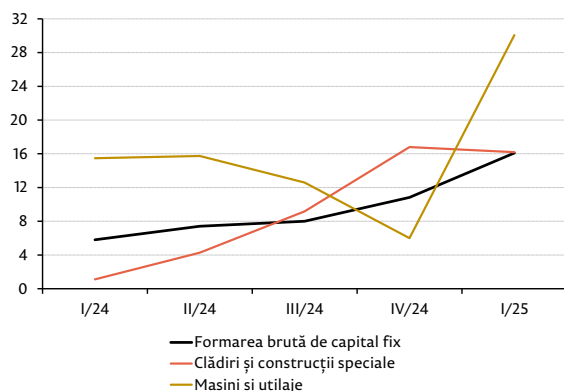


Sursa: BNM

## Cererea de investiții

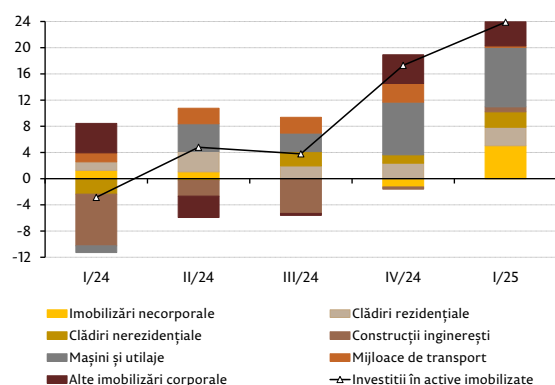
**În trimestrul I 2025, componenta investițională a generat o contribuție pozitivă de 7,5 puncte procentuale la dinamica activității economice.**

Graficul 3.13: Dinamica anuală a investițiilor (%)



Sursa: BNS

Graficul 3.14: Dinamica anuală a investițiilor pe tipuri de mijloace fixe (% termeni reali)



Sursa: BNS, calcule BNM

Evoluția respectivă a fost determinată de contribuția pozitivă a ambelor subcomponente: „variația stocurilor” cu o contribuție de 4,4 puncte procentuale și „formarea brută de capital fix” cu o contribuție de 3,2 puncte procentuale, cauzată de creșterea acestora cu 16,1 la sută. Dinamica pozitivă a formării brute de capital fix a fost influențată de dinamica investițiilor orientate în „mașini și utilaje”, care s-au majorat cu 30,1 la sută și de subcomponenta „clădiri și construcții speciale” care a crescut cu 16,2 la sută, comparativ cu perioada similară a anului 2024 (Graficul 3.13).

Potrivit datelor operative prezentate de BNS, în trimestrul I 2025 investițiile în active imobilizate s-au majorat cu 23,9 la sută. În structură, pe tipuri de mijloace fixe, investițiile în „mașini și utilaje” au contribuit cu 9,1 puncte procentuale la dinamica investițiilor în active imobilizate, „alte imobilizări corporale” – cu 3,7 puncte procentuale, cele în „clădiri rezidențiale” – cu 2,8 puncte procentuale, „clădiri nerezidențiale” – cu 2,3 puncte procentuale și „mijloace de transport” – cu 0,2 puncte procentuale. Dinamica „imobilizărilor necorporale” a generat un aport de 5,0 puncte procentuale la evoluția investițiilor în active imobilizate (Graficul 3.14).

Din perspectiva surselor de finanțare a investițiilor în active imobilizate pentru trimestrul I 2025, la dinamica pozitivă de 23,9 la sută au contribuit mijloacele proprii cu 19,7 puncte procentuale, alte surse – cu 4,8 puncte procentuale și mijloacele bugetului de stat – cu 0,6 puncte procentuale. Un impact negativ a fost exercitat de investițiile finanțate de mijloacele investitorilor străini (-1,0 puncte procentuale) și mijloacele bugetelor UAT (-0,2 puncte procentuale), (Graficul 3.15).

## Cererea externă netă<sup>15</sup>

**Datele cu privire la comerțul internațional de mărfuri prezentate de BNS pentru primele cinci luni ale anului 2025, denotă că, deficitul de cont curent a continuat să se deterioreze. Astfel, rata anuală a exporturilor se plasează pentru al nouălea trimestru consecutiv în palierul negativ, iar rata anuală a importurilor înregistrează ritmuri pozitive de creștere pentru al cincilea trimestru consecutiv. Totodată, seceta severă din vara anului 2024 care a afectat recolta globală agricolă a influențat semnificativ exportul de produse agroalimentare în perioada analizată. De menționat că,**

<sup>15</sup>S-au utilizat datele trimestriale cu privire la evoluția comerțului internațional cu mărfuri al Republicii Moldova, exprimate în mii dolari SUA.



**revigorarea consumului intern, alături de creșterea substanțială a importului de energie electrică din România, pe fundalul suspendării livrărilor de la centrala electrică de la Cuciurgan, au contribuit semnificativ la consemnarea unor ritmuri pronunțate de creștere a importurilor, în termeni anuali.**

Rata anuală a exporturilor a consemnat un nivel de -11,9 la sută în trimestrul I 2025, sau cu 2,6 puncte procentuale inferior celui din trimestrul IV 2024. Totodată, datele pentru primele două luni ale trimestrului II 2025 denotă o contractare de 8,3 la sută comparativ cu perioada corespunzătoare a anului precedent. Astfel, în perioada analizată exporturile către țările UE și cele către țările CSI<sup>16</sup> au generat un aport negativ la dinamica exporturilor totale (Graficul 3.16). Totodată, exporturile către țările clasificate ca Restul lumii au fost în creștere.

Dinamica negativă a exporturilor totale pe parcursul anului curent a fost susținută, preponderent, de contractarea exportului de „vehicule, aparate optice și de înregistrat sau de reprodus sunete” și de „produse alimentare, ale regnului animal, băuturi și grăsimi” (Graficul 3.17). Evoluțiile negative din sectorul agricol înregistrate în anul 2024, au determinat contractarea pronunțată a exportului de produse agroalimentare în semestrul II 2024, dar și în primele luni ale anului 2025. De menționat că, contractarea exporturilor de „vehicule, aparate optice și de înregistrat sau de reprodus sunete” reflectă impactul moderării cererii externe, într-un context economic internațional mai puțin favorabil.

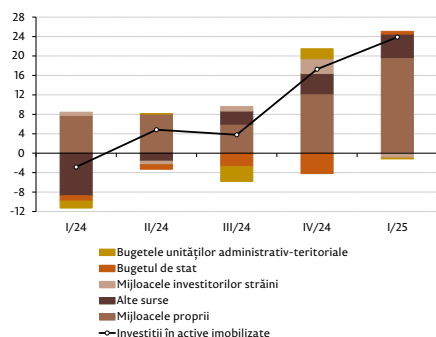
Analizând evoluția exportului după originea produselor, se poate evidenția că, contractarea exporturilor pe parcursul ultimelor patru trimestre a fost determinată, în principal, de dinamica exportului de produse autohtone. Totodată, reexporturile în primele două luni ale trimestrului II 2025 au revenit în palierul pozitiv (Graficul 3.18).

În trimestrul I 2025, rata anuală a importurilor a constituit 18,3 la sută, fiind cu 9,9 puncte procentuale superioară celei din trimestrul IV 2024. Totodată, datele pentru primele două luni ale trimestrului II 2025, denotă o creștere de 16,9 la sută a importurilor comparativ cu perioada corespunzătoare a anului precedent. De menționat că, dinamica recentă a importurilor este marcată de o dependență semnificativă față de fluxurile comerciale provenite din UE (Graficul 3.19).

Pe grupe de mărfuri (Graficul 3.20), accelerarea ratei anuale a importurilor în prima jumătate a anului 2025, a fost susținută, în principal, de majorarea importului de „produse minerale”. De menționat că, urmare a suspendării livrărilor de energie electrică din partea centralei de la Cuciurgan, Republica Moldova a recurs la acoperirea necesarului de consum prin achiziții de pe piața românească. Această reorientare a surselor de aprovizionare a condus la o creștere pronunțată a importurilor de produse minerale. Totodată, s-au majorat în termeni anuali importurile de produse alimentare (ale regnului animal, băuturi și grăsimi), de vehicule, aparate optice și de înregistrat sau de reprodus sunete, precum și de articole din metale, pietre sau ceramică.

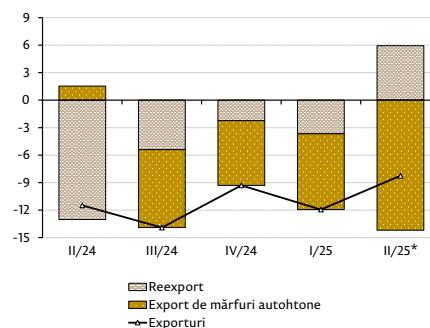
<sup>16</sup>Începând cu anul 2024, Ucraina nu este inclusă în grupa Comunitatea Statelor Independente în conformitate cu Geonomenclatura Uniunii Europene, ediția 2023.

Graficul 3.15: Dinamica anuală a investițiilor după sursele de finanțare (% , termeni reali)



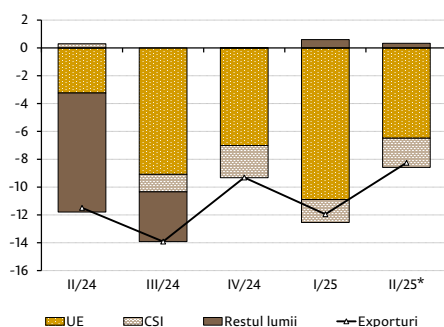
Sursa: BNS, calcule BNM

Graficul 3.18: Evoluția ratei anuale a exporturilor (%) și contribuția după origine (puncte procentuale)



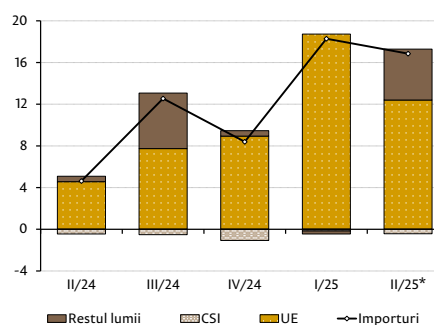
Sursa: BNS, calcule BNM  
\*aprilie-mai

Graficul 3.16: Evoluția ratei anuale a exporturilor (%) și contribuția pe categorii de țări (puncte procentuale)



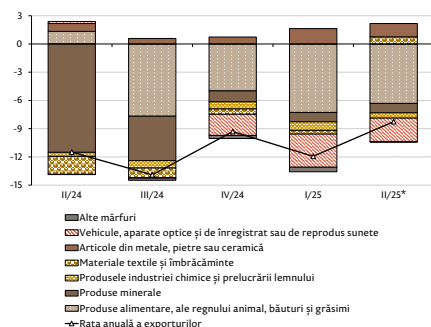
Sursa: BNS, calcule BNM  
\*aprilie-mai

Graficul 3.19: Evoluția ratei anuale a importurilor (%) și contribuția pe categorii de țări (puncte procentuale)



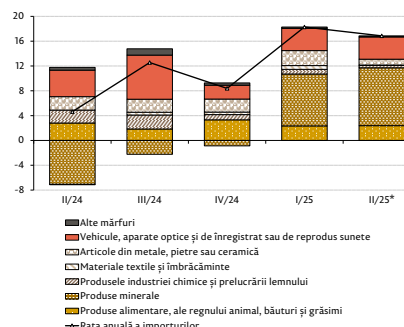
Sursa: BNS, calcule BNM  
\*aprilie-mai

Graficul 3.17: Evoluția ratei anuale a exporturilor (%) și contribuția componentelor pe grupe de mărfuri (puncte procentuale)



Sursa: BNS, calcule BNM  
\*aprilie-mai

Graficul 3.20: Evoluția ritmului anual al importurilor (%) și contribuția componentelor pe grupe de mărfuri (puncte procentuale)



Sursa: BNS, calcule BNM  
\*aprilie-mai

## 3.2 Producția

**Pe categorii de resurse, contractarea PIB în trimestrul I 2025 a fost determinată, preponderent, de evoluțiile din industrie, activități profesionale, științifice și tehnice, precum și din agricultură, silvicultură și pescuit (Graficul 3.21).**

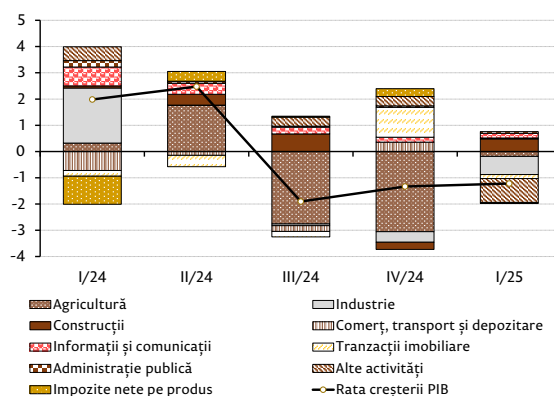
În acest sens, VAB aferent industriei prelucrătoare s-a diminuat cu 8,7 la sută comparativ cu trimestrul I 2024, generând un efect negativ de 0,7 puncte procentuale la dinamica PIB la începutul anului curent. Totodată, VAB aferent sectorului activități profesionale, științifice și tehnice s-a contractat cu 20,4 la sută și a determinat astfel un impact negativ de 0,6 puncte procentuale la dinamica PIB în trimestrul I 2025. În același timp, o contribuție negativă de 0,2 puncte procentuale a fost determinată de scăderea VAB în agricultură, silvicultură și pescuit cu 9,9 la sută în trimestrul I 2025 comparativ cu perioada similară a anului precedent, fapt ce poate fi atribuit scăderii producției în sectorul zootehnic, ca urmare a răspândirii pestei porcine africane. Tranzacțiile imobiliare s-au contractat cu 1,7 la sută și au determinat astfel un aport negativ de 0,1 puncte procentuale la dinamica PIB. Impozitele nete pe produse s-au diminuat cu 0,3 la sută, contribuind marginal la scăderea PIB.

Impactul negativ menționat mai sus a fost parțial atenuat de evoluția din sectoarele construcțiilor, informațiilor și comunicațiilor, financiar, medical și cel social. Astfel, VAB în construcții s-a majorat cu 8,6 la sută, generând un impact de 0,4 puncte procentuale la dinamica PIB la începutul anului curent. Sectorul informațiilor și comunicațiilor s-a majorat cu 2,1 la sută, exercitând o influență pozitivă de 0,2 puncte procentuale la dinamica PIB. VAB în activitățile financiare și asigurări s-a majorat cu 2,4 la sută, generând un aport de 0,1 puncte procentuale la dinamica PIB. Un impact similar a fost determinat de majorarea cu 1,1 la sută a VAB aferent subcomponentei sănătate și asistență socială. VAB aferent învățământului a crescut cu 1,3 la sută, iar cea aferent subcomponentei administrație publică și apărare, asigurări sociale obligatorii s-a majorat cu 1,5 la sută. VAB în industria extractivă și energetică s-au majorat cu 24,1 și, respectiv, 1,9 la sută, contribuind însă marginal la dinamica PIB la începutul anului curent. Evoluții minore au fost înregistrate de VAB în comerț cu ridicata și cu amănuntul, întreținerea și repararea autovehiculelor și a motocicletelor (0,2 la sută), precum și în transport și depozitare (0,2 la sută).

### Transportul de mărfuri și de pasageri

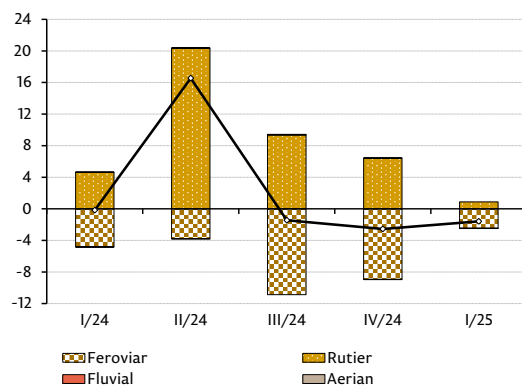
**Rata anuală a volumului mărfurilor transportate în trimestrul I 2025 a înregistrat un nivel negativ de 1,6 la sută, totuși, fiind, cu 1,0 puncte procentuale superior celui din trimestrul IV 2024 (Graficul 3.22).**

Graficul 3.21: Contribuția sectoarelor economiei la creșterea PIB (puncte procentuale)



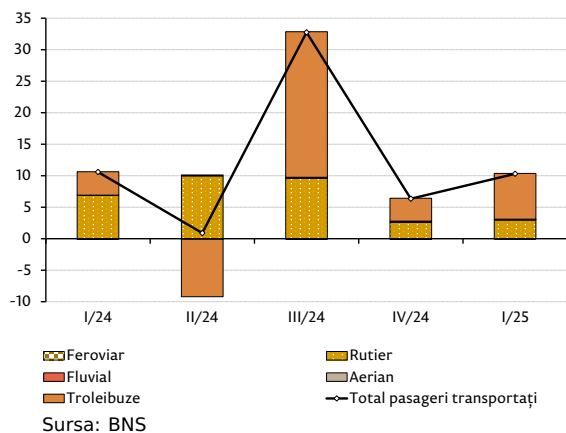
Sursa: BNS, calcule BNM

Graficul 3.22: Evoluția transportului de mărfuri (% față de anul precedent)



Sursa: BNS

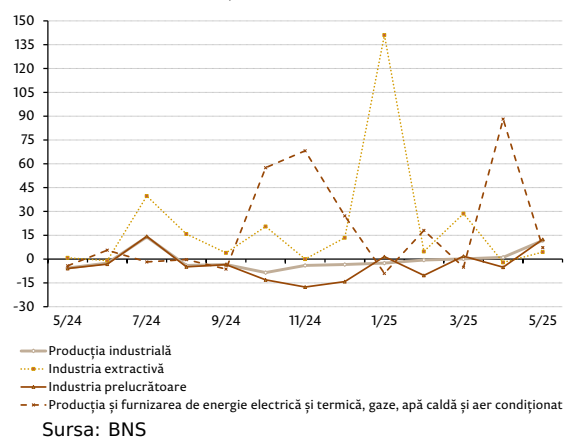
Graficul 3.23: Evoluția transportului de pasageri (% față de anul precedent)



Această evoluție a fost determinată de micșorarea în termeni anuali a volumului de mărfuri transportate pe cale feroviară cu 15,7 la sută față de perioada similară a anului precedent. În același timp, volumul de mărfuri transportate pe cale fluvială și aeriană s-a micșorat cu 2,3 și 25,6 la sută, respectiv, față de trimestrul I 2024, în timp ce mărfurile transportate pe cale rutieră s-au majorat cu 1,1 la sută.

**În trimestrul I 2025, rata anuală a numărului pasagerilor transportați a înregistrat un nivel de 10,3 la sută**, fiind cu 4,0 puncte procentuale superior celui din trimestrul IV 2024 (Graficul 3.23). Această evoluție a fost determinată, preponderent, de creșterea în termeni anuali a numărului de pasageri transportați pe cale rutieră și troleibuze cu 8,7 și, respectiv, 11,1 la sută față de perioada similară a anului precedent. În același timp, numărul de pasageri transportați pe cale fluvială și aeriană s-a majorat cu 14,9 și 31,4 la sută, respectiv, față de trimestrul I 2024 în timp ce numărul de pasageri transportați pe cale feroviară s-a diminuat cu 33,3 la sută.

Graficul 3.24: Evoluția în termeni reali a industriei (% față de anul precedent)

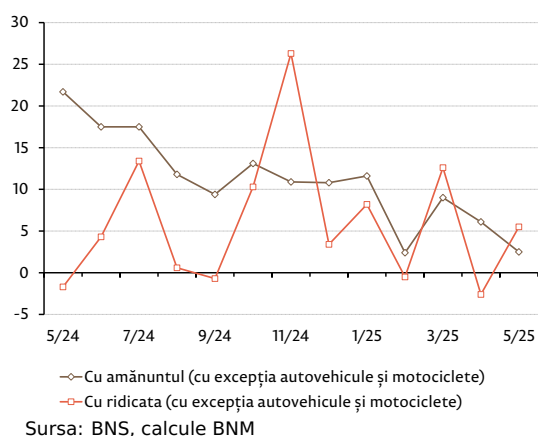


## Producția industrială

**În primele două luni ale trimestrului II 2025, ritmul anual al volumului producției industriale a consemnat un nivel de 6,4 la sută, fiind cu 7,4 puncte procentuale superior celui din trimestrul I 2025** (Graficul 3.24).

Dinamica respectivă a fost determinată de accentuarea ritmului anual al industriei prelucrătoare (de la -2,3 la sută în trimestrul I 2025 până la 3,7 la sută în primele două luni ale trimestrului II 2025). Totodată, rata anuală a producției în sectorul „producția și furnizarea de energie electrică și termică, gaze, apă caldă și aer condiționat” s-a majorat de la 1,3 la sută în trimestrul I 2025 până la 47,7 la sută în primele două luni ale trimestrului II 2025. În același timp, ritmul anual al volumului producției în sectorul „industria extractivă” s-a diminuat cu 57,0 puncte procentuale față de trimestrul I 2025 până la nivelul de 1,2 la sută.

Graficul 3.25: Comerțul interior (în baza declarațiilor TVA) (% față de anul precedent)



## Comerț interior

**În primele două luni ale trimestrului II 2025, comerțul interior cu amănuntul (în baza declarațiilor TVA<sup>17</sup>) a consemnat o majorare medie de 4,3 la sută, ritm cu 3,4 puncte procentuale inferior celui din trimestrul precedent** (Graficul 3.25).

<sup>17</sup>BIROUL NAȚIONAL DE STATISTICĂ. Statistici privind indicii valorici ai vânzărilor (livrărilor) de mărfuri și servicii elaborate pentru prima dată în baza declarațiilor TVA. Chișinău: BNS, 2023. Disponibil: [https://statistica.gov.md/ro/statistici-privind-indicii-valorici-ai-vanzarilor-livrarilor-de-marfuri-si-servi-12\\_60432.html](https://statistica.gov.md/ro/statistici-privind-indicii-valorici-ai-vanzarilor-livrarilor-de-marfuri-si-servi-12_60432.html)

Totodată, comerțul interior cu ridicata (în baza declarațiilor TVA) a înregistrat, în perioada aprilie-mai 2025, o creștere medie de 1,5 la sută, acest ritm fiind cu 5,3 puncte procentuale inferior celui din trimestrul I 2025.

Producția agricolă

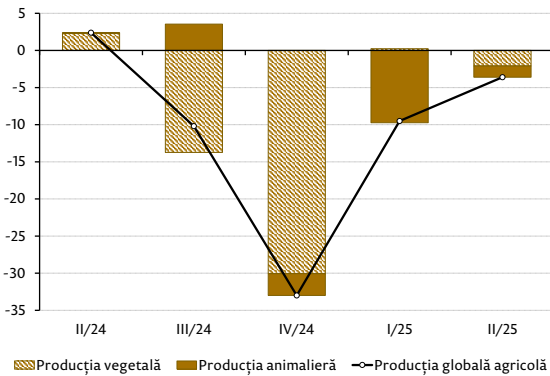
**În trimestrul II 2025, producția globală agricolă s-a diminuat cu 3,6 la sută în comparație cu nivelul din trimestrul similar al anului precedent** (Graficul 3.26). Dinamica respectivă a fost susținută de diminuarea producției vegetale și a celei animaliere cu 13,1 și 1,8 la sută, respectiv.

Contractarea producției vegetale în trimestrul II 2025, a fost determinată de pierderile provocate de înghețurile târzii de primăvară și de episoadele severe de grindină, care au afectat livezile la nivel național.

Scăderea producției în sectorul zootehnic, în perioada analizată, a fost determinată de reducerea producției de carne (în masă vie), cauzată în principal de diminuarea șeptelului de porcine, ca urmare a răspândirii pestei porcine africane. Totodată, producția de lapte și a celei de ouă în trimestrul II 2025 s-a majorat în comparație cu cea din trimestrul similar al anului precedent.

De menționat că, în a doua jumătate a anului 2025, se anticipează o revigorare a sectorului agricol, pe fundalul unei recolte superioare comparativ cu anul 2024, atât pentru culturile cerealiere, cât și pentru culturile tehnice. Totodată, la data de 1 iunie 2025, gospodăriile de toate categoriile au semănat cu 1,3 la sută mai multe hectare în comparație cu 2024.

Graficul 3.26: Rata anuală a producției globale agricole (%) și contribuția după sectoare (puncte procentuale)

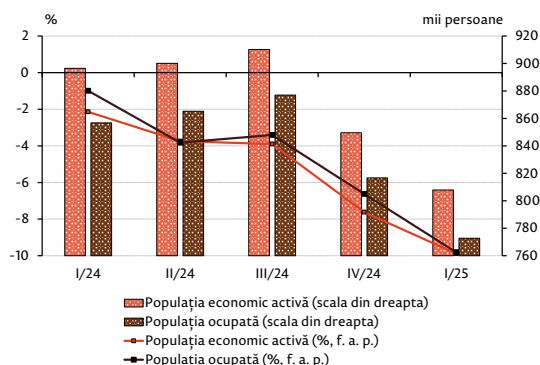


Sursa: BNS, calcule BNM

### 3.3 Piața muncii

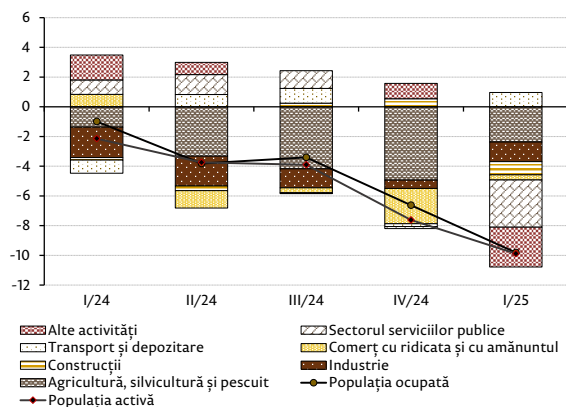
#### Forța de muncă

Graficul 3.27: Populația economic activă și populația ocupată



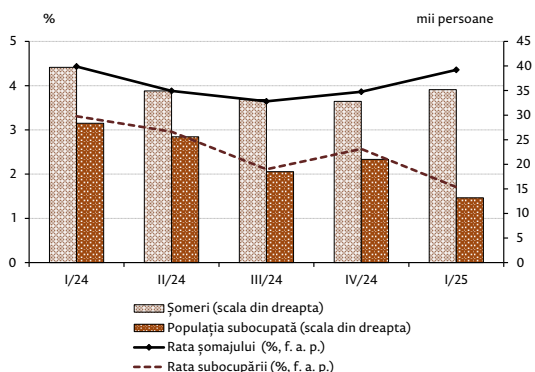
Sursa: BNS, calcule BNM

Graficul 3.28: Contribuția sectoarelor la dinamica populației ocupate (puncte procentuale)



Sursa: BNS, calcule BNM

Graficul 3.29: Evoluția șomerilor și a populației subocupate



Sursa: BNS, calcule BNM

**În trimestrul I 2025, dinamica anuală a populației economic active și a celei ocupate a continuat să fie plasată în teritoriu negativ. În același timp, rata șomajului a rămas practic la nivelul trimestrului I 2024.**

În perioada ianuarie-martie 2025 forța de muncă a constituit 807,9 mii persoane fiind cu 9,9 la sută inferioară față de cea din trimestrul I 2024. Totodată, populația ocupată a constituit 772,7 mii persoane fiind cu 9,8 la sută inferioară celei din perioada similară a anului 2024 (Graficul 3.27).

În cadrul populației ocupate, evoluții negative au fost înregistrate în sectorul comerț cu ridicata și cu amănuntul<sup>18</sup> (-1,9 la sută), industrie (-10,1 la sută), sectorul serviciilor publice<sup>19</sup> (-12,3 la sută), sectorul construcțiilor (-13,2 la sută), agricol (-13,9 la sută), alte activități (21,8 la sută).

Totodată, majorarea populației ocupate în trimestrul I 2025 a fost observată în sectorul transport și depozitare<sup>20</sup> (14,4 la sută) (Graficul 3.28).

În trimestrul I 2025, numărul șomerilor a constituit 35,2 mii persoane sau cu circa 4,6 mii persoane inferior celui din trimestrul I 2024, iar rata șomajului a constituit 4,4 la sută fiind practic la nivelul trimestrului I 2024 (Graficul 3.29).

Populația subocupată<sup>21</sup>, în trimestrul I 2025, s-a diminuat până la circa 13,2 mii persoane, de la 28,3 mii persoane în perioada ianuarie-martie 2024, iar rata subocupării a constituit 1,7 la sută sau cu 1,6 puncte procentuale inferioară celei din trimestrul I 2024.

<sup>18</sup>Inclusiv „activități de cazare și alimentație publică”

<sup>19</sup>„Administrație publică și apărare”, „învățământ”, „sănătate și asistență socială”

<sup>20</sup>Inclusiv „informații și comunicații”

<sup>21</sup>Persoane subocupate: persoane care au avut un loc de muncă, al cărui număr de ore efectiv lucrate, în total, în timpul perioadei de referință, a fost mai mic de 40 ore pe săptămână, care au dorit și au fost disponibile să lucreze ore suplimentare.



Fondul de salarizare

**În trimestrul I 2025, fondul de salarizare pe economie s-a majorat cu 12,1 la sută comparativ cu trimestrul I 2024, această dinamică fiind cu 0,7 puncte procentuale inferioară celei din trimestrul precedent.**

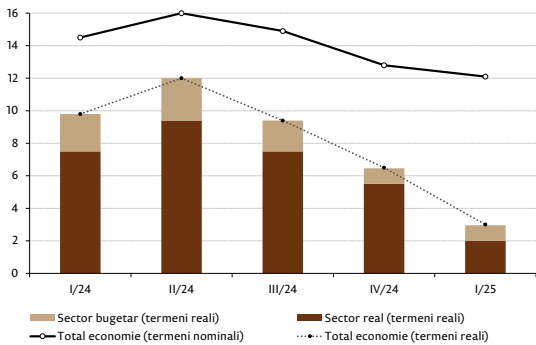
Dinamica respectivă a fost susținută, preponderent, de evoluțiile fondului de salarizare din sectorul comerțului, care a contribuit cu 2,3 puncte procentuale, sectorul învățământului (1,8 puncte procentuale), sectorul sănătății și asistenței sociale (1,6 puncte procentuale), sectorul administrației publice și apărare (1,4 puncte procentuale) și din sectorul industrial (1,2 puncte procentuale).

În termeni reali, deflatat cu IPC, fondul de salarizare pe economie s-a majorat cu 3,0 la sută comparativ cu perioada similară a anului precedent. Dinamica respectivă a fondului de salarizare în termeni reali a fost determinată de evoluția pozitivă a ambelor sectoare ale economiei: real și bugetar (Graficul 3.30).

În trimestrul I 2025, numărul mediu de salariați la nivelul economiei naționale a crescut cu 1,3 la sută comparativ cu trimestrul I 2024. Numărul de salariați din sectorul real s-a majorat cu 1,5 la sută, cu o contribuție de 1,1 puncte procentuale, iar cel din sectorul bugetar a crescut cu 0,8 la sută, contribuția fiind de 0,2 puncte procentuale (Graficul 3.31).

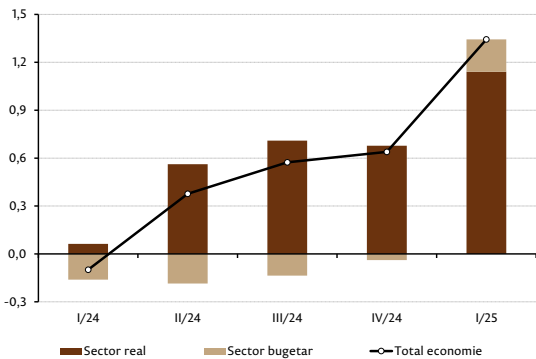
Distribuția pe sectoarele economiei relevă creșteri mai pronunțate a numărului mediu de salariați în domeniile: activități de cazare și alimentație publică (17,4 la sută), construcții (10,1 la sută), comerț (5,5 la sută), activități științifice și tehnice (5,2 la sută), urmat de activități de recreere și de agrement (3,1 la sută). Contractări a numărului de salariați se atestă în transport și depozitare (-5,0 la sută), industrie (-3,2 la sută), agricultură, silvicultură și pescuit (-1,8 la sută) și în alte activități de servicii (-4,7 la sută), (Graficul 3.32).

Graficul 3.30: Fondul de salarizare în economie (% față de anul precedent) și contribuțiile sectoarelor (puncte procentuale)



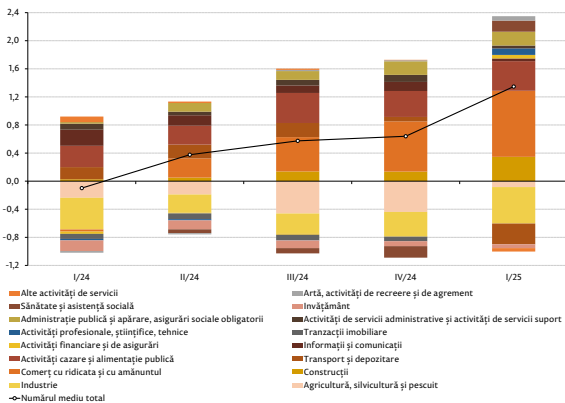
Sursa: BNS, calcule BNM

Graficul 3.31: Numărul mediu de salariați pe economie (% față de anul precedent) și contribuții pe sectoare (puncte procentuale)



Sursa: BNS, calcule BNM

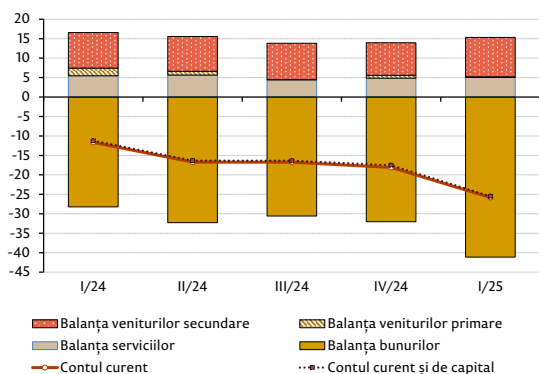
Graficul 3.32: Contribuția sectoarelor economiei aferentă numărului de salariați în dinamică (% față de anul precedent)



Sursa: BNS, calcule BNM

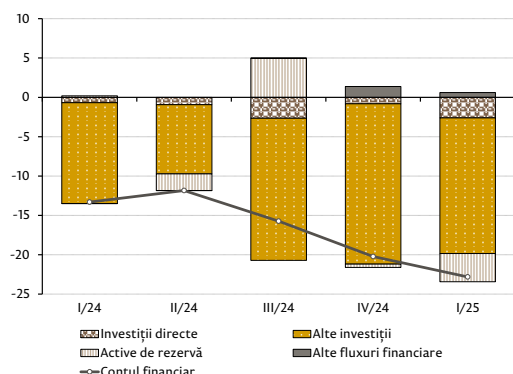
### 3.4 Sectorul extern

Graficul 3.33: Ponderea contului curent în PIB (%)



Sursa: BNM

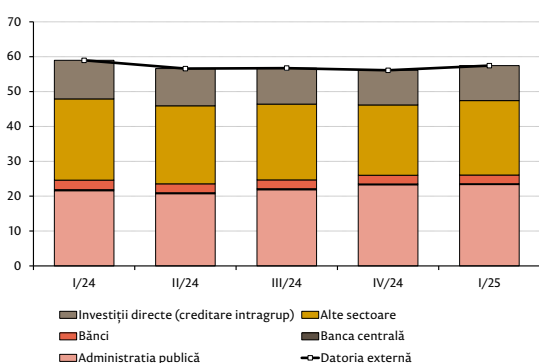
Graficul 3.34: Ponderea contului financiar în PIB (%)



Sursa: BNM

Notă: (-) – intrări nete de capital, (+) – ieșiri nete de capital

Graficul 3.35: Ponderea datoriei externe în PIB (%)



Sursa: BNM

#### Contul curent

**În trimestrul I 2025, deficitul contului curent al balanței de plăți s-a majorat cu 7,7 puncte procentuale față de cel din trimestrul precedent, constituind 25,8 la sută ca pondere în PIB** (Graficul 3.33).

Creșterea deficitului balanței de plăți s-a produs în urma majorării componentei cu contribuție negativă – „balanța bunurilor”. Totodată, componentele cu contribuție pozitivă: „balanța veniturilor secundare” și „balanța serviciilor” s-au majorat, în timp ce „balanța veniturilor primare” s-a diminuat în perioada de referință.

#### Contul financiar

**În trimestrul I 2025, contul financiar, ca pondere în PIB, a consemnat un nivel de 22,8 la sută, nivel cu 2,6 puncte procentuale superior celui din trimestrul IV 2024, și cu 9,5 puncte procentuale superior celui din trimestrul I 2024.**

În structură au fost înregistrate variații ale fluxurilor financiare nete, însă tabloul general, în comparație cu trimestrele precedente nu a suportat modificări esențiale (Graficul 3.34). Astfel, în trimestrul I 2025, componenta „alte investiții” a consemnat o evoluție proeminentă, astfel contribuind la majorarea semnificativă a intrărilor nete de active financiare<sup>22</sup>. De menționat că, fluxul net al investițiilor directe, ca pondere în PIB, a consemnat un nivel de 2,6 la sută, fiind cu 1,8 puncte procentuale superior celui din trimestrul IV 2024. În trimestrul I 2025, au fost înregistrate diminuări nete de active de rezervă (3,6 la sută ca pondere în PIB).

În trimestrul I 2025, ponderea datoriei externe în PIB s-a poziționat la un nivel de 57,4 la sută, fiind cu 1,3 puncte procentuale superior celui de la finele anului 2024 (Graficul 3.35). În structura datoriei externe ponderea majoră în totalul datoriei externe ca pondere în PIB o dețin agenții economici<sup>23</sup> cu 23,8 la sută, sectorului guvernamental<sup>24</sup> îi revine 23,6 la sută și investițiilor directe – 10,0 la sută.

<sup>22</sup>În trimestrul I 2025, componentele „numerar și depozite” și „creditele comerciale și avansuri” au contribuit la majorarea semnificativă a intrărilor financiare nete ca parte componentă a „altor investiții”.

<sup>23</sup>Datoria cumulativă a „băncilor” și a „altor sectoare”

<sup>24</sup>Datoria cumulativă a „administrației publice” și a „băncii centrale”

## Capitolul 4

# Promovarea politicii monetare

### 4.1 Instrumentele politicii monetare

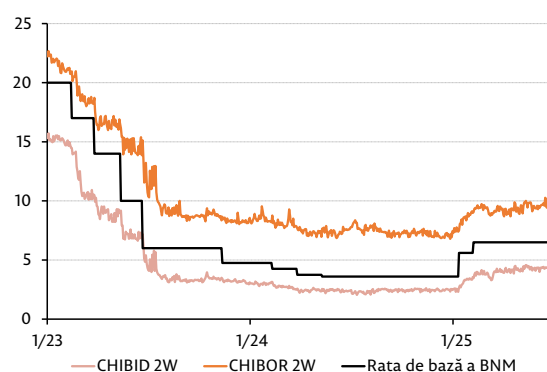
**Pe parcursul trimestrului II 2025, Banca Națională a menținut rata de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută anual. Deciziile au fost luate în contextul temperării tendințelor inflaționiste și al propagării măsurilor restrictive de politică monetară adoptate anterior, ale căror efecte vor continua să acționeze, luând în considerare decalajele în transmisia acestora, și având drept scop readucerea și menținerea inflației în limita intervalului de variație a țintei.**

Cotațiile CHIBOR 2W și-au menținut tendința de creștere amorsată în trimestrul anterior, însă ajustarea ascendentă a acestora a fost mai temperată în trimestrul II 2025. Astfel, cotația CHIBOR 2W cifrată la sfârșitul lunii iunie a fost superioară cu 0,68 puncte procentuale celei consemnate în ultima zi a trimestrului precedent, constituind 9,37 la sută (Graficul 4.1).

Traectoria ratelor de dobândă la titlurile de stat cu scadența de 91 zile a reflectat atât intenția Ministerului Finanțelor de canalizare a resurselor investitorilor pe termene mai lungi ale VMS, cât și diminuarea interesului investitorilor pentru acest tip de plasamente. Astfel, valoarea consemnată de aceasta a oscilat în jurul valorii de 3,00 la sută anual pe parcursul trimestrului II 2025.

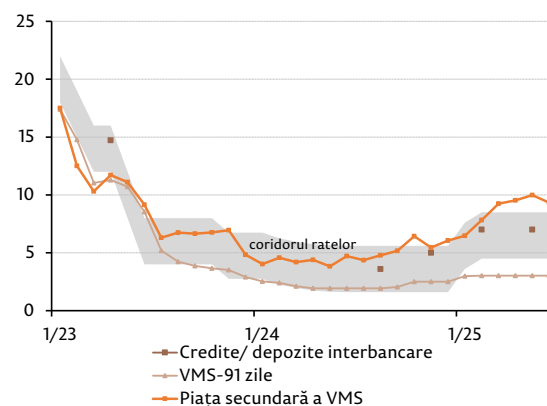
Pe segmentul secundar al pieței valorilor mobiliare de stat, rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor efectuate a constituit 9,51 la sută (+2,25 puncte procentuale, comparativ cu trimestrul I 2025, în principal datorită majorării maturității reziduale a titlurilor tranzacționate) (Graficul 4.2).

Graficul 4.1: Ratele medii lunare de referință pe piața interbancară și rata de bază a BNM (%)



Sursa: BNM

Graficul 4.2: Evoluția lunară a coridorului ratelor dobânzilor (%)



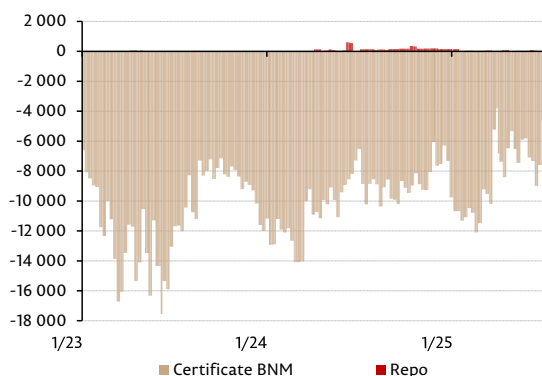
Sursa: BNM

### Operațiunile de piață monetară

#### Vânzări de certificate ale BNM (CBN)

Poziția de debitor net a BNM față de sistemul bancar s-a contractat considerabil pe parcursul trimestrului, valoarea acesteia diminuându-se față de perioada anterioară. Excesul de lichiditate a fost absorbit prin intermediul operațiunilor săptămânale de vânzare a certificatelor cu scadența de 14 zile, în cadrul cărora ofertele băncilor au fost adjudecate integral.

Graficul 4.3: Evoluția soldului zilnic al operațiunilor de sterilizare (milioane lei)



Sursa: BNM

Contractarea graduală a poziției de debitor net a BNM față de sistemul bancar s-a reflectat în evoluția volumului operațiunilor de politică monetară ale BNM destinate absorbției de lichiditate, care s-a restrâns cu circa 33,0 la sută comparativ cu cel înregistrat în trimestrul anterior, situație redată și în media trimestrială a stocului plasamentelor CBN, care s-a diminuat de la 10 303,9 milioane lei, nivel înregistrat în trimestrul I 2025, la 6 920,3 milioane lei, în trimestrul II 2025. Stocul zilnic al plasamentelor CBN a variat între valoarea maximă de 8 991,9 milioane lei și cea minimă de 4 623,9 milioane lei (consemnată la finele lunii iunie), (Graficul 4.3).

### Operațiuni repo

Operațiunile repo de vărsare a lichidităților au fost derulate săptămânal pe termen de 14 zile la rata fixă a dobânzii prin procedura licitațiilor fără plafon. Volumul de lichidități livrate pe parcursul trimestrului a constituit 192,0 milioane lei. Soldul operațiunilor repo înregistrat la finele trimestrului gestionar a fost nul.

### Facilitățile permanente

Pe parcursul trimestrului II 2025, băncile au apelat la ambele facilități permanente oferite de BNM.

Valoarea totală a depozitelor overnight plasate la BNM a însumat 21 449,7 milioane lei, cu 6,5 la sută sub nivelul înregistrat în trimestrul precedent. În același timp, a scăzut și stocul mediu zilnic al acestor plasamente până la 312,6 milioane lei (de la 411,9 milioane lei în perioada anterioară). Sumele plasate de bănci au variat între minima de 15,0 milioane lei și maxima de 2 000,0 milioane lei.

Valoarea totală a creditelor overnight acordate băncilor de către BNM, pe ansamblul trimestrului II 2025, a constituit 1 270,0 milioane lei, înregistrând o scădere de circa 7,3 la sută față de perioada precedentă. Soldul mediu zilnic al creditelor overnight a înregistrat 18,8 milioane lei.

Ratele dobânzilor la facilitățile permanente s-au menținut la nivelul de 4,50 la sută la depozitele overnight și 8,50 la sută la creditele overnight pe tot parcursul trimestrului.

### Piața interbancară a creditelor/ depozitelor

Excedentul de lichiditate în sistemul bancar menține în continuare piața interbancară a creditelor/ depozitelor pasivă, băncile intervenind sporadic în piață.

În trimestrul II 2025, au fost înregistrate tranzacții interbancare în volum total de 60,0 milioane lei, rata medie a dobânzii – 7,0 la sută anual, termenul fiind overnight.

### Rezervele obligatorii

În trimestrul II 2025, mecanismul rezervelor obligatorii a continuat să exercite funcțiile de control monetar și management al lichidității în sistemul bancar.

Rezervele obligatorii în MDL menținute de bănci, în perioada 16.06.2025 – 15.07.2025, s-au cifrat la 18 691,3 milioane lei, volum mai mare cu 269,7 milioane lei (+1,5 la sută) celor menținute în perioada 16.03.2025 – 15.04.2025.

În ce privește rezervele obligatorii din mijloacele atrase în VLC, în perioada de aplicare 16.06.2025 – 15.07.2025, acestea au însumat 505,9 milioane euro și 177,8 milioane dolari SUA. Comparativ cu perioada 16.03.2025 – 15.04.2025, rezervele obligatorii în euro au scăzut cu 1,7 la sută, iar rezervele în dolari SUA au înregistrat o diminuare nesemnificativă de 0,1 la sută.

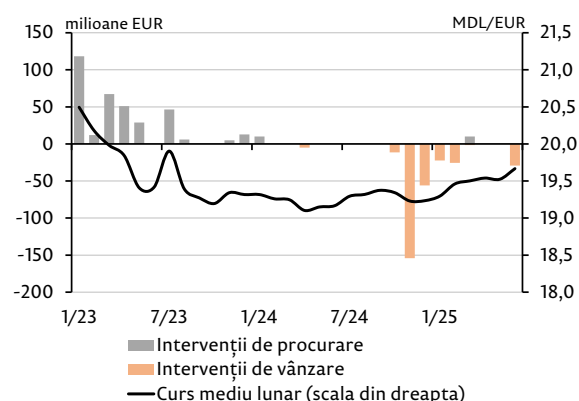
### Intervențiile pe piața valutară internă

BNM a intervenit pe piața valutară internă în perioada aprilie-iunie 2025 prin vânzări de valută.

Pe parcursul perioadei analizate, volumul tranzacțiilor Băncii Naționale a Moldovei efectuate pe piața valutară interbancară contra lei moldovenesti, la data valutei, a constituit 31,48 milioane euro, inclusiv tranzacții de vânzare în sumă de 29,10 milioane euro, precum și conversii valutare cu instituțiile Băncii Mondiale (Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare și Asociația Internațională de Dezvoltare) în sumă de 2,38 milioane euro.

Totodată, în perioada de gestiune, BNM a efectuat operațiuni de tip swap de cumpărare în valoare de 53,87 milioane euro (echivalentul a 61,15 milioane dolari SUA), (Graficul 4.4).

Graficul 4.4: Evoluția cursului oficial de schimb MDL/EUR și volumul tranzacțiilor zilnice ale BNM



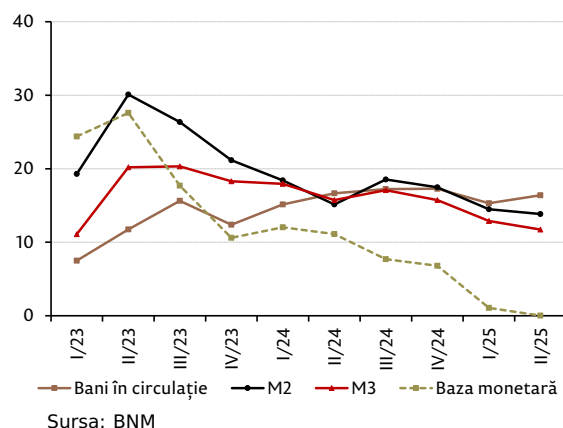
Sursa: BNM

## 4.2 Dinamica indicatorilor monetari

**În trimestrul II 2025, agregatele monetare M2 și M3 au înregistrat ritmuri de creștere mai moderate, astfel agregatul monetar M2 a înregistrat o creștere de 13,8 la sută anual (cu 0,6 puncte procentuale inferior nivelului din trimestrul I 2025), iar M3 – o creștere de 11,7 la sută anual (cu 1,2 puncte procentuale mai puțin față de trimestrul precedent).**

Baza monetară nu a înregistrat creștere anuală (în scădere cu 1,1 puncte procentuale față de trimestrul I 2025), (Graficul 4.5).

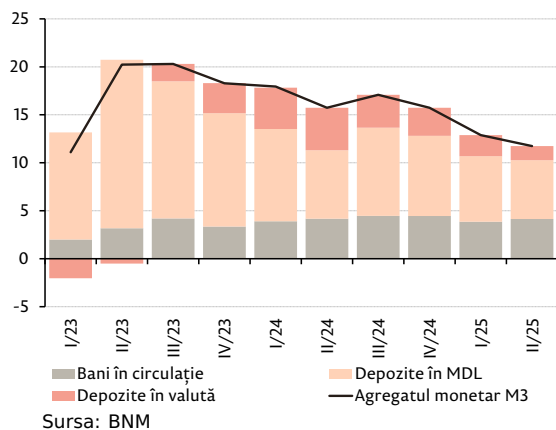
Graficul 4.5: Modificarea agregatelor monetare (% creștere anuală)



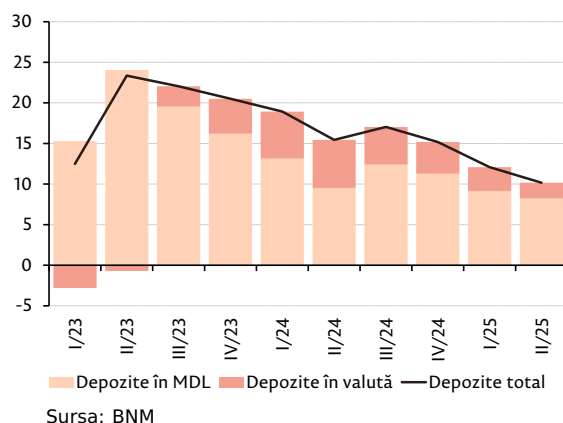
Sursa: BNM

### Masa monetară

Graficul 4.6: Dinamica agregatului monetar M3 (% , contribuția componentelor în creștere anuală)



Graficul 4.7: Dinamica soldului total al depozitelor (% , contribuția componentelor în creștere anuală)



În ansamblu, agregatul monetar M3 a înregistrat o creștere moderată în trimestrul II 2025, contribuția principală la această creștere fiind din partea depozitelor în moneda națională cu 6,1 puncte procentuale (-0,7 puncte procentuale) și a banilor în circulație cu 4,1 puncte procentuale (+0,3 puncte procentuale), urmate de contribuția depozitelor în valută cu 1,5 puncte procentuale (-0,7 puncte procentuale). Toate acestea au asigurat agregatului monetar M3 o creștere anuală de 11,7 la sută (Graficul 4.6).

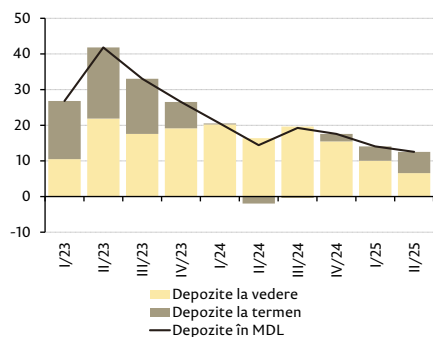
Temperarea ritmului de creștere a soldului depozitelor în moneda națională până la 12,5 la sută anual (Graficul 4.8) a fost determinată de diminuarea contribuției depozitelor la vedere atât ale persoanelor fizice, cât și ale persoanelor juridice (Graficul 4.10).

Depozitele în valută în trimestrul II 2025, la fel, au înregistrat temperarea creșterii până la 5,7 la sută anual, cu 2,7 puncte procentuale mai puțin față de nivelul înregistrat în trimestrul precedent, ca urmare a încetirii ritmului de creștere a depozitelor la vedere (Graficul 4.11). Creșterea anuală pozitivă de 5,0 la sută a depozitelor la termen în valută a fost determinată de o contribuție mai mare a depozitelor din partea persoanelor fizice (Graficul 4.12). Totodată, depozitele la vedere în valută au înregistrat un ritm anual de creștere mai temperat, de 6,3 la sută anual. Această creștere a fost generată de contribuția pozitivă a depozitelor la vedere a persoanelor fizice cu 11,6 puncte procentuale, fiind parțial contrabalansată cu contribuția negativă a depozitelor la vedere ale persoanelor juridice cu -5,3 puncte procentuale (Graficul 4.13).

Ritmul de creștere a banilor în circulație, la finele trimestrului II 2025, a sporit cu 1,1 puncte procentuale comparativ cu finele trimestrului precedent, constituind 16,4 la sută anual. Dinamica banilor în circulație a fost determinată atât de fluxul de numerar de încasări, cât și de fluxul de numerar de eliberări în casele băncilor comerciale. În totalul încasărilor, contribuția cea mai mare au avut-o încasările de la comercializarea mărfurilor de consum. Totodată, referitor la eliberările din casele băncilor comerciale, contribuția principală a revenit din partea eliberărilor mijloacelor bănești din bancomate.

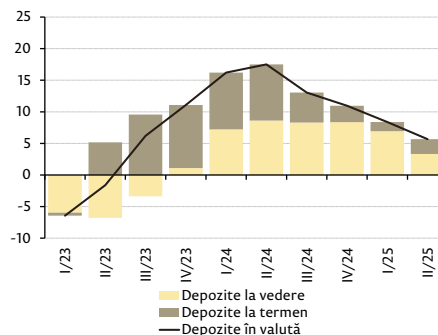


Graficul 4.8: Dinamica soldului depozitelor în MDL (% , contribuția componentelor în creștere anuală)



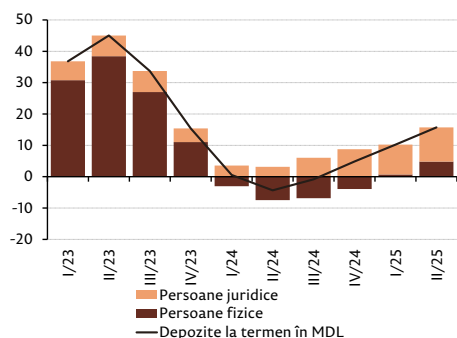
Sursa: BNM

Graficul 4.11: Dinamica soldului depozitelor în valută (% , contribuția componentelor în creștere anuală)



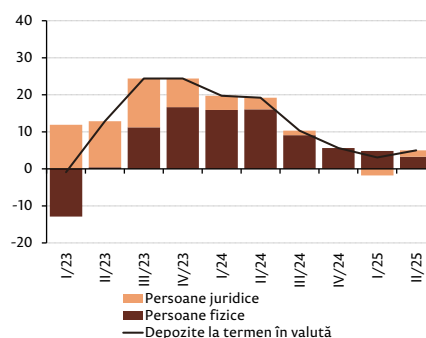
Sursa: BNM

Graficul 4.9: Dinamica soldului depozitelor la termen în MDL (% , contribuția componentelor în creștere anuală)



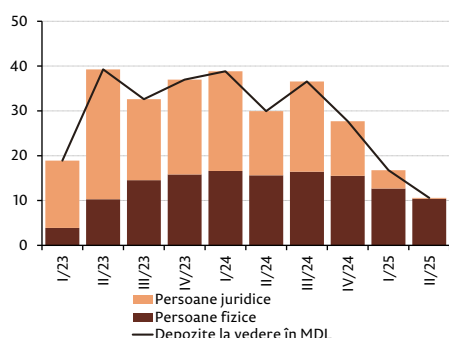
Sursa: BNM

Graficul 4.12: Dinamica soldului depozitelor la termen în valută (% , contribuția componentelor în creștere anuală)



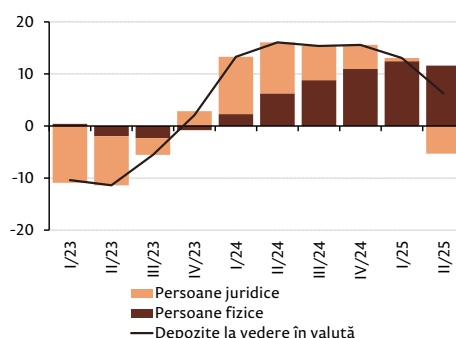
Sursa: BNM

Graficul 4.10: Dinamica soldului depozitelor la vedere în MDL (% , contribuția componentelor în creștere anuală)



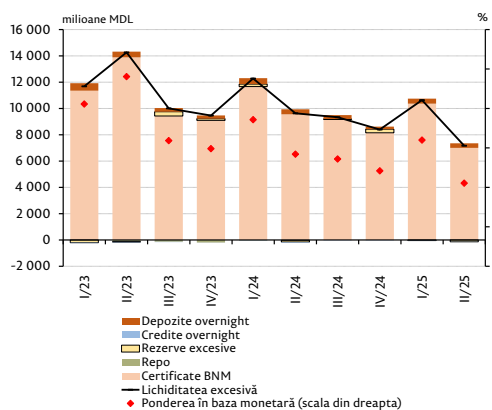
Sursa: BNM

Graficul 4.13: Dinamica soldului depozitelor la vedere în valută (% , contribuția componentelor în creștere anuală)



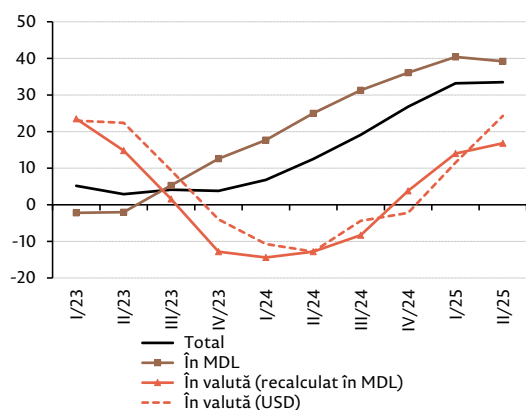
Sursa: BNM

Graficul 4.14: Lichiditatea excesivă



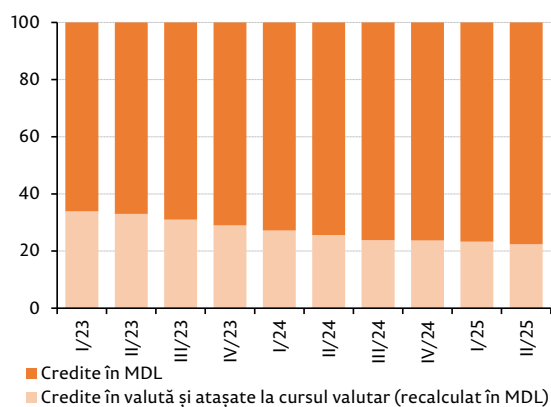
Sursa: BNM

Graficul 4.15: Evoluția soldului creditelor (% creștere anuală)



Sursa: BNM

Graficul 4.16: Evoluția ponderilor creditelor pe subcomponente în soldul total (%)



Sursa: BNM

## Lichiditatea excesivă

În trimestrul II 2025, lichiditatea medie excesivă în sistemul bancar s-a diminuat cu 3 471,0 milioane lei. De remarcat că în comparație cu trimestrul II 2024, volumul lichidităților excesive s-a micșorat cu 2 470,6 milioane lei, atingând o valoare medie de 7,2 miliarde lei (Graficul 4.14).

## Piața creditelor

### Evoluția soldului creditelor acordate de către băncile licențiate<sup>25</sup>

La finele lunii iunie 2025, soldul total al creditelor acordate de către băncile licențiate a consemnat o creștere anuală, însumând 90 368,7 milioane lei, superior celui de la sfârșitul trimestrului II 2024, cu 33,5 la sută (Graficul 4.15). Creșterea a fost generată, în mare parte, de componenta în moneda națională, a cărei dinamică anuală a constituit 39,2 la sută. Traectoria anuală a soldului creditelor acordate în MDL a fost influențată de majorarea soldului creditelor acordate persoanelor fizice cu 42,1 la sută și al celor acordate persoanelor juridice cu 35,3 la sută. Pe acest fond, ponderea creditelor acordate în moneda națională a constituit 77,6 la sută din soldul total al creditelor, superior celui de la sfârșitul trimestrului II 2024, cu 3,2 puncte procentuale (Graficul 4.16). De menționat că, soldul creditelor în valută și atașate la cursul valutei a înregistrat ritmul anual de creștere de 16,8 la sută (Graficul 4.15).

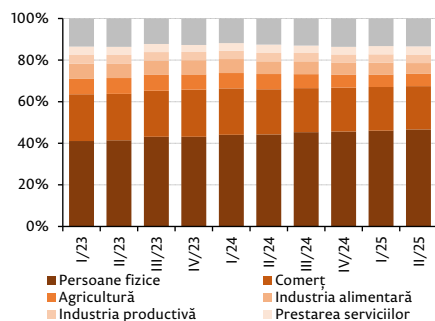
La finele trimestrului II 2025, în structura portofoliului total de credite acordate de către băncile licențiate cea mai mare cotă, analogic trimestrelor precedente, le-a revenit creditelor acordate persoanelor fizice (46,7 la sută), fiind urmată de ponderea creditelor acordate persoanelor juridice din sfera comerțului (20,8 la sută), (Graficul 4.17).

### Evoluția creditelor noi acordate de către băncile licențiate

Pe ansamblul trimestrului II 2025, dinamica anuală a volumului total al creditelor noi acordate de către băncile licențiate a constituit 28,6 la sută (Graficul 4.18). Analogic trimestrelor precedente, contribuția majoră a fost din partea creditelor acordate în MDL, care au înregistrat un ritm anual de creștere de 27,3 la sută. Această evoluție a creditelor acordate în moneda națională a fost impulsionată de creșterea creditelor acordate atât persoanelor fizice, cât și persoanelor juridice (Graficul 4.19). Determinante au fost evoluțiile creditelor acordate persoanelor fizice pentru consum și imobil, precum și persoanelor juridice din domeniile comerțului. Ponderea creditelor acordate în moneda națională, în trimestrul II 2025, a constituit 75,8 la sută din totalul creditelor acordate. Totodată, și dinamica creditelor noi acordate în valută și atașate la cursul valutei a înregistrat creștere în continuare (Graficul 4.18).

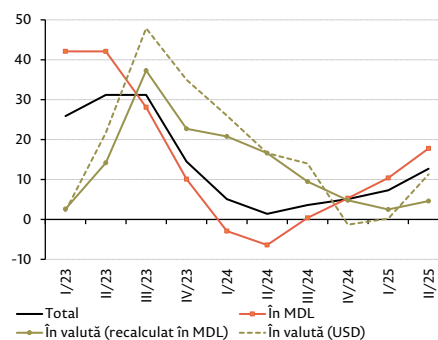
<sup>25</sup>Analiza datelor a fost efectuată în baza rapoartelor ORD 01.06 „Ratele dobânzilor aferente soldului creditelor și depozitelor” prezentate de către băncile licențiate până la data de 11 iulie 2025.

Graficul 4.17: Structura soldului creditelor  
(% în total)



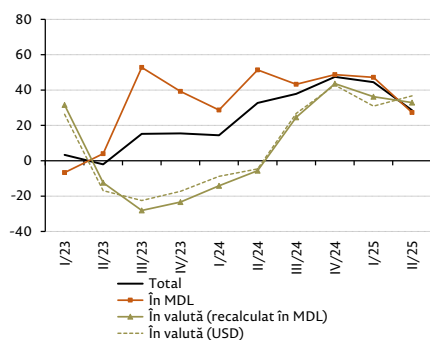
Sursa: BNM

Graficul 4.20: Dinamica soldului  
depozitelor la termen (% creștere  
anuală)



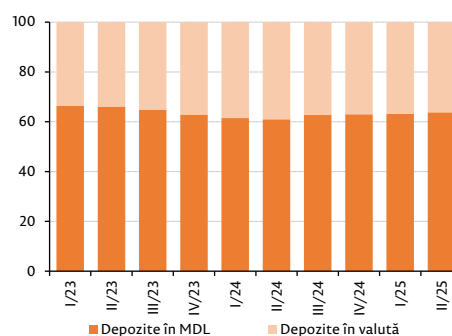
Sursa: BNM

Graficul 4.18: Evoluția creditelor noi  
acordate (% creștere anuală)



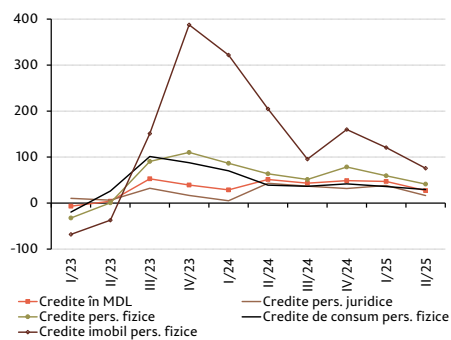
Sursa: BNM

Graficul 4.21: Evoluția ponderii  
depozitelor la termen pe subcomponente  
în soldul total (%)



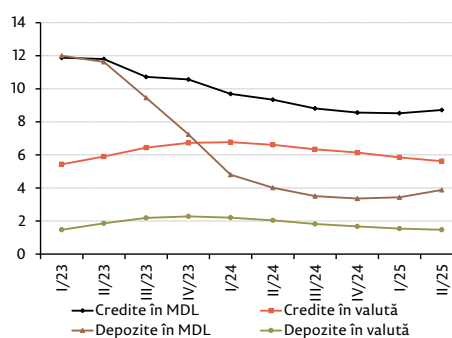
Sursa: BNM

Graficul 4.19: Evoluția creditelor noi  
acordate în MDL (% creștere anuală)



Sursa: BNM

Graficul 4.22: Ratele medii ale dobânzilor  
aferente soldurilor creditelor și depozitelor  
(%)



Sursa: BNM

### ***Piața depozitelor la termen acceptate de către băncile licențiate (soldul depozitelor)***<sup>26</sup>

La finele trimestrului de raportare, soldul total al depozitelor la termen atrase de către băncile licențiate a însumat circa 50 994,9 milioane lei, superior celui de la 30 iunie 2024 cu 12,7 la sută (Graficul 4.20). Creșterea a fost influențată, în mare parte, de soldul depozitelor atrase în moneda națională. Astfel, soldul depozitelor la termen în lei a înregistrat un ritm de creștere anual de 17,8 la sută (Graficul 4.20), iar ponderea s-a majorat cu 2,8 puncte procentuale și a constituit 63,8 la sută din soldul total al depozitelor la termen (Graficul 4.21). Soldul depozitelor la termen plasate de către persoanele juridice a înregistrat creștere de 66,9 la sută anual. Totodată, creșterea soldului depozitelor la termen în MDL plasate de către persoanele fizice a constituit 8,2 la sută anual.

### ***Ratele dobânzilor***<sup>27</sup>

#### ***Evoluția ratei de bază***

Pe parcursul trimestrului II 2025, au avut loc două ședințe ale Comitetului executiv al Băncii Naționale a Moldovei cu privire la deciziile de politică monetară. Ca urmare a evaluării balanței riscurilor interne și externe și a perspectivelor inflației pe termen scurt și mediu, Comitetul executiv al Băncii Naționale a Moldovei, la ședințele din 12 mai 2025 și 19 iunie 2025, a hotărât menținerea ratei de bază la nivelul de 6,50 la sută anual, stabilit la 5 februarie 2025.

Aceste măsuri au fost adoptate în contextul temperării tendințelor inflaționiste și al propagării măsurilor restrictive de politică monetară adoptate anterior, ale căror efecte vor continua să acționeze, considerând decalajele în transmisia acestora. Deciziile urmăresc ancorarea anticipațiilor inflaționiste, readucerea și menținerea ratei inflației în proximitatea țintei de 5,0 la sută pe termen mediu, cu o posibilă deviere de  $\pm 1,5$  puncte procentuale.

#### ***Evoluția ratei dobânzii aferentă soldului creditelor***

Pentru trimestrul II 2025, rata medie ponderată a dobânzii aferentă soldului creditelor acordate în MDL de către băncile licențiate s-a redus comparativ cu trimestrul II 2024, cu 0,62 puncte procentuale și a constituit 8,72 la sută anual (Graficul 4.22). Din perspectiva sectorială, reducerea ratelor dobânzilor a fost mai pronunțată la persoanele fizice. Rata medie ponderată a dobânzii aferentă soldului creditelor în valută a constituit 5,62 la sută anual, inferioară celei din trimestrul II 2024, cu 0,99 puncte procentuale.

<sup>26</sup>Analiza datelor a fost efectuată în baza rapoartelor ORD 01.06 „Ratele dobânzilor aferente soldului creditelor și depozitelor” prezentate de către băncile licențiate până la data de 11 iulie 2025 și nu include depozitele la vedere.

<sup>27</sup>Analiza ratelor a fost efectuată în baza rapoartelor ORD 01.06 „Ratele dobânzilor aferente soldului creditelor și depozitelor” prezentate de către băncile licențiate până la data de 11 iulie 2025 și nu include ratele la depozitele la vedere.

### **Evoluția ratei dobânzii aferentă soldului depozitelor**

Pe ansamblul trimestrului de raportare, rata medie ponderată a dobânzii aferentă soldului depozitelor la termen în moneda națională a înregistrat o descreștere anuală de 0,13 puncte procentuale și a constituit 3,88 la sută anual (Graficul 4.22). Totodată, rata medie ponderată a dobânzii aferentă soldului depozitelor atrase la termen în valută a constituit 1,47 la sută anual, în descreștere față de cea din trimestrul II 2024, cu 0,57 puncte procentuale.

### **Evoluția ratelor dobânzilor la creditele și depozitele noi acordate/ atrase de către băncile licențiate**

În trimestrul II 2025, pe segmentul monedei naționale, ratele medii ponderate ale dobânzilor și-au prelungit trendul crescător (Graficul 4.23), inclusiv sub impactul mecanismului de transmisie a deciziilor anterioare de politică monetară (majorarea ratei de bază aplicate la principalele operațiuni de politică monetară) și a situației create pe piața monetară. Astfel, rata medie ponderată a dobânzii la creditele noi acordate în moneda națională, în trimestrul II 2025, a constituit 8,99 la sută anual, superioară celei din trimestrul precedent, cu 0,52 puncte procentuale, dar fără schimbări majore față de cea din trimestrul II 2024. Majorarea a reflectat creșterea ratei medii ponderate a dobânzii la creditele acordate atât persoanelor juridice, cât și persoanelor fizice. Totodată, pe segmentul creditelor acordate în valută și atașate la cursul valutei, rata medie ponderată a dobânzii a constituit 5,36 la sută anual, inferioară celei din trimestrul precedent cu 0,27 puncte procentuale (Graficul 4.23).

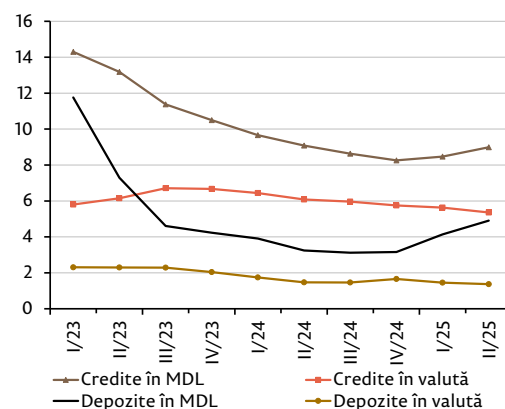
O creștere mai pronunțată decât cea a ratei medii ponderate a dobânzii la creditele noi a fost consemnată pe sectorul depozitelor plasate la termen în moneda națională. Pe ansamblul trimestrului, rata medie ponderată a dobânzii la depozitele la termen în MDL a constituit 4,91 la sută anual, superioară celei din trimestrul II 2024, cu 1,67 puncte procentuale (Graficul 4.23). Creșterea a fost influențată de evoluția ratelor dobânzilor atât la depozitele persoanelor fizice, cât și la depozitele persoanelor juridice.

### **Evoluția cursului de schimb nominal și real efectiv**

Pe parcursul trimestrului II 2025, cursul oficial nominal al monedei naționale s-a depreciat cu 1,5 la sută în raport cu euro, iar față de dolarul SUA s-a apreciat cu 6,7 la sută comparativ cu nivelul înregistrat la finele trimestrului anterior (Graficul 4.24).

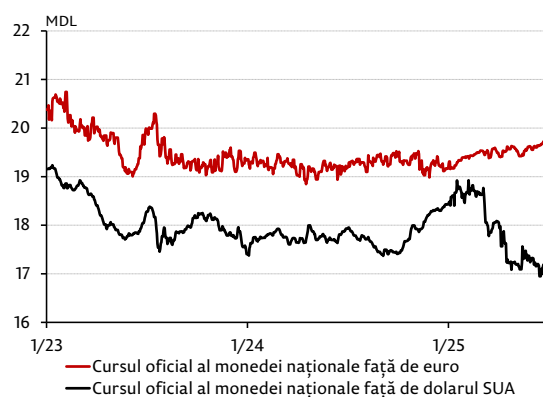
În valori medii, cursul leului moldovenesc a înregistrat evoluții similare, în proporții comparabile: depreciere de 0,8 la sută față de euro și apreciere de 6,5 la sută în raport cu dolarul SUA, comparativ cu mediile trimestrului precedent.

Graficul 4.23: Ratele medii ale dobânzilor aferente volumelor noi ale creditelor și depozitelor (%)



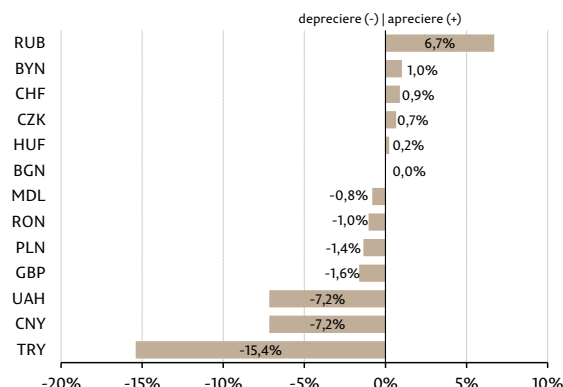
Sursa: BNM

Graficul 4.24: Fluctuațiile cursului oficial al leului moldovenesc în raport cu dolarul SUA și euro



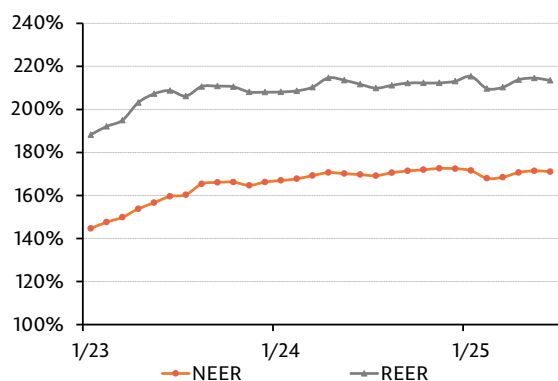
Sursa: BNM

Graficul 4.25: Evoluția monedelor principalilor parteneri comerciali în raport cu euro, curs mediu trimestrul II 2025/ trimestrul I 2025 (%)



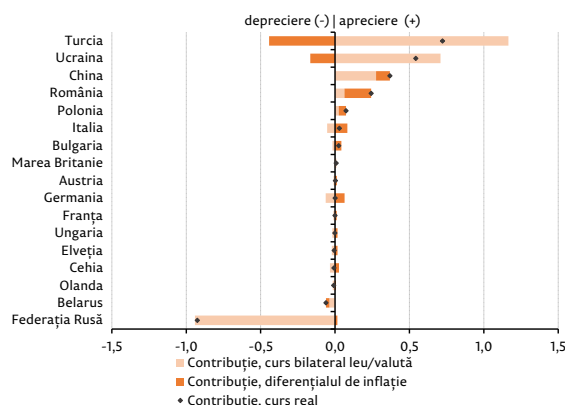
Sursa: BNM

Graficul 4.26: Evoluția cursului de schimb nominal efectiv (NEER) și real efectiv (REER) al MDL calculat în baza ponderii principalilor parteneri comerciali (dec.2000-100%)



Sursa: BNM

Graficul 4.27: Contribuția principalilor parteneri comerciali ai Republicii Moldova la modificarea cursului real efectiv în trimestrul II 2025



Sursa: BNM

În ce privește evoluția valutelor partenerilor comerciali principali, în trimestrul II, majoritatea valutelor partenerilor comerciali principali ai Republicii Moldova incluse în coșul REER s-au depreciat în valori medii față de euro. În special, s-a depreciat lira turcească (-15,4 la sută), yuanul renminbi chinezesc și hrivna ucraineană (cu câte -7,2 la sută), lira sterlină (-1,6 la sută). Pe de altă parte, apreciere mai pronunțată a fost înregistrată la rubla rusească (+6,7 la sută), (Graficul 4.25).

În aceste condiții, în termeni reali, leul moldovenesc s-a apreciat cu 1,0 la sută față de coșul valutelor principalilor parteneri comerciali ai Republicii Moldova (media trimestrului II 2025 față de media trimestrului I 2025), (Graficul 4.26). Cea mai mare contribuție la aprecierea REER au avut-o Turcia (+0,72 puncte procentuale) și Ucraina (+0,54 puncte procentuale), (Graficul 4.27). În trimestrul II 2025, au continuat unele tendințe fundamentale nefavorabile, precum scăderea transferurilor din străinătate în favoarea persoanelor fizice și deteriorarea balanței comerciale. În acest sens, cursul leului moldovenesc față de euro s-a repositionat la jumătatea trimestrului de analiză și a rămas apoi pe un palier mai înalt. Totodată, pe parcursul trimestrului s-au înregistrat dezechilibre între cererea și oferta de valută, ce a rezultat în deficit de valută, iar din necesitate de a atenua și, respectiv, de a evita fluctuații mai mari ale cursului leului, BNM a intervenit în piață prin vânzare de valută. Astfel, oferta netă de valută din partea persoanelor fizice a constituit 814,9 milioane euro, consemnând creșteri de 12,5 la sută în termeni anuali și de 29,4 la sută față de trimestrul precedent. Această dinamică diferă de cea a transferurilor din străinătate în favoarea persoanelor fizice care deși s-au majorat cu 22,2 la sută față de trimestrul anterior, au scăzut cu 6,7 la sută față de trimestrul II 2024, (conform datelor pentru primele două luni ale trimestrului).

În structura ofertei nete de valută de la persoanele fizice se prefigurează o creștere a ponderii monedei unice europene (73,1 la sută), (Graficul 4.28).

Cererea netă de valută de la agenți economici s-a majorat atât în termeni anuali (+24,5 la sută), cât și în raport cu trimestrul precedent (+29,0 la sută), cifrându-se la 957,3 milioane euro. Continuarea tendinței de deteriorare a balanței comerciale de mărfuri, deficitul căreia s-a accentuat cu circa 30,0 la sută, conform datelor din primele două luni ale trimestrului de analiză, a fost principalul factor care a contribuit la creșterea cererii nete de la persoanele juridice.

Dinamica ascendentă a cererii nete de valută de la persoanele juridice a avut ca resorturi, în principal, creșterea cererii de valută de la importatorii de resurse energetice și de la unii importatori de bunuri de consum și produse agricole, precum și fluxuri de ieșire aferente plăților de dividende sporite, comparativ cu perioada similară din anul precedent.



În aceste condiții, gradul de acoperire a cererii nete de valută din partea agenților economici prin oferta netă de valută de la persoanele fizice s-a cifrat la 85,1 la sută, în perioada de referință (Graficul 4.29), comparativ cu 84,8 la sută în trimestrul precedent și 94,2 la sută în trimestrul I 2024. Pe acest fond, BNM a intervenit prin vânzări nete de valută pe piața valutară locală în sumă de 29,1 milioane euro<sup>28</sup>.

Privit în dinamică lunară, cursul oficial de schimb al leului moldovenesc față de euro a tins să se mențină și în prima jumătate a perioadei de analiză, în preajma valorilor prevalente, în trimestrul precedent, cursul de schimb oscilând într-un interval cu limita inferioară de 19,40 lei și cea superioară de 19,63 lei pentru euro, pentru ca începând cu a doua jumătate a lunii mai să urce și să rămână, până la finalul trimestrului II, pe un palier mai ridicat, atingând, în această perioadă, valoarea maximă de 19,74 lei pentru euro. Comportamentul său a avut ca fundament apariția unor oscilații temporare ale cererii și ofertei care au rezultat în deficit de valută, în ultima lună a perioadei de analiză.

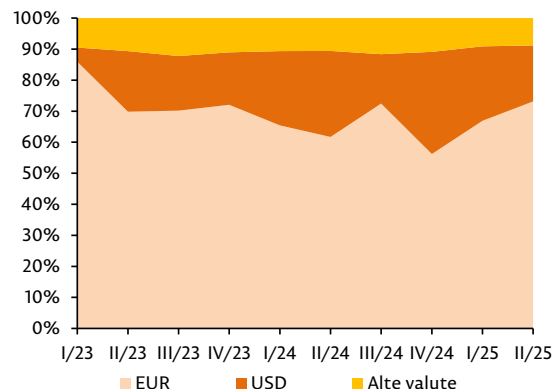
Dinamica cursului oficial al leului moldovenesc față de dolarul SUA a fost influențată inclusiv și de evoluțiile monedei americane față de euro pe piețele internaționale. Trendul ascendent al perechii valutare EUR/USD înregistrat la sfârșitul trimestrului anterior s-a menținut și amplificat și în trimestrul de analiză. În prima parte a trimestrului II 2025, dolarul SUA s-a depreciat în raport cu euro, pe fondul regimului tarifar imprevizibil al administrației americane, care a amplificat incertitudinile economice globale și a declanșat o „fugă” spre aur și alte active de refugiu. Deciziile impredictibile ale administrației americane au dus la căderea abruptă a dolarului SUA, care, în tandem cu prăbușirea piețelor de capital, au determinat scăderea încrederii investitorilor în piețele și instituțiile americane. În acest timp, euro se apreciază în raport cu dolarul SUA, în mare parte, ca urmare a reorientării investitorilor către un activ de refugiu alternativ, din cauza politicilor comerciale protecționiste ale administrației americane.

Traectoria descendentă a dolarului înregistrată în prima lună din trimestrul de analiză a semnalat o inversare temporară, la mijlocul lunii mai, ca urmare a acordului între SUA și China de a reduce temporar tarifele comerciale impuse reciproc. Dolarul SUA a urcat în raport cu euro, marcând o revenire solidă față de minimul ultimilor trei ani.

În a doua jumătate a trimestrului, dolarul SUA s-a plasat pe un trend de depreciere în raport cu euro, pe fondul incertitudinii politicii tarifare a SUA și al atacurilor asupra independenței SRF din partea președintelui SUA. Suplimentar, ajustarea descendentă a monedei americane a fost amplificată de datele slabe din sectorul manufacturier, combinate cu tot mai multe avertismente privind sustenabilitatea datoriei SUA.

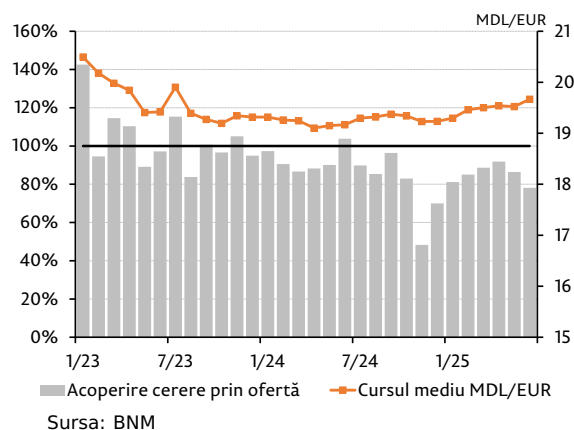
Cu toate acestea, SRF a menținut ratele dobânzilor neschimbate, pe fondul așteptărilor privind o inflație mai mare și o creștere economică mai lentă în viitor, și a indicat două reduceri în cursul acestui an. Pe de altă parte, economia europeană a înregistrat creșteri mai mari decât s-a anticipat.

Graficul 4.28: Oferta netă de valută de la persoanele fizice în dezagregare pe principalele valute (valutele sunt recalculate în USD la cursul mediu constant)



Sursa: BNM

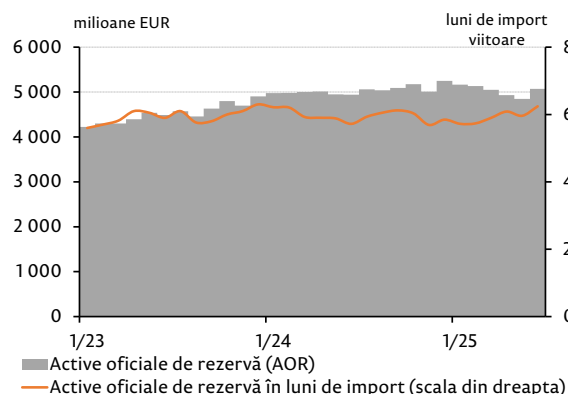
Graficul 4.29: Gradul de acoperire a vânzărilor nete prin oferta netă și dinamica cursului oficial



Sursa: BNM

<sup>28</sup>Volum calculat la data valutei.

Graficul 4.30: Evoluția activelor oficiale de rezervă exprimate în luni de import de mărfuri și servicii (MBP6)



Sursa: BNM – în baza datelor efective și a prognozei actualizate

Avansul se datorează creșterii grăbite a exporturilor europene către SUA înainte ca taxele vamale anunțate de autoritățile din SUA să fie aplicate. În aceste condiții, BCE a redus ratele dobânzilor de două ori pe parcursul trimestrului, dar a semnalat că este la finele ciclului de relaxare a politicii monetare.

În aceste condiții, perechea valutară EUR/USD s-a apreciat în trimestrul de analiză cu 8,7 la sută.

La finele trimestrului de analiză, soldul activelor oficiale de rezervă a constituit 5 070,2 milioane euro (Graficul 4.30), în creștere cu 19,4 milioane euro (+0,4 la sută) comparativ cu finele trimestrului I 2025.

Majorarea activelor oficiale de rezervă a fost determinată, în principal, de debursările pentru suport bugetar, dintre care:

- 350,0 milioane euro din partea UE dintre care prima tranșă în sumă de 270,0 milioane euro sub formă de împrumut din cadrul Planului de creștere pentru Republica Moldova și 80,0 milioane euro sub formă de granturi în cadrul Acordului de finanțare privind „Contractul de performanță pentru reforma sectorială”;
- 28,1 milioane dolari SUA (echivalentul a 24,9 milioane euro) împrumut de la guvernul Canadei;
- 10,1 milioane euro împrumut din partea Băncii Europene de Investiții pentru reabilitarea infrastructurii feroviare.

De asemenea, Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova a primit credite și granturi de la parteneri externi pentru proiecte investiționale în sumă totală de 18,1 milioane euro. Printre acestea s-au evidențiat împrumuturile și granturile de la instituțiile Băncii Mondiale în sumă totală de 8,2 milioane euro, dintre care pentru proiectele „Învățământul superior” (3,0 milioane euro), „Înregistrarea și evaluarea funciară” (1,5 milioane euro), creditul de la Banca Europeană de Investiții în cadrul proiectului Livada Moldovei (6,0 milioane euro) și de la IFAD pentru proiectul „Îmbunătățirea capacităților pentru transformarea zonei rurale” (1,4 milioane euro).

Potrivit situației de la finele trimestrului II 2025, activele oficiale de rezervă au continuat să asigure un nivel suficient de acoperire a importurilor de mărfuri și servicii (6,2 luni de importuri viitoare<sup>29</sup>).

<sup>29</sup>Calculat în baza prognozei FMI asupra importului de mărfuri și servicii.

# Capitolul 5

## Prognoza

### 5.1 Ipoteze externe

*În actuala rundă de prognoză, mediul extern continuă să prezinte un tablou incert și cu riscuri preponderent dezinflaționiste. Dacă în runda precedentă de prognoză războiul comercial inițiat de președintele Donald Trump era abia în faza inițială, acum se poate vorbi despre un proces în plină desfășurare, fără o finalitate clară în viitorul apropiat. Totodată, lipsa unor rezultate în cadrul negocierilor de pace dintre Federația Rusă și Ucraina a determinat Comisia Europeană să adopte al 18-lea pachet de sancțiuni economice împotriva Federației Ruse, iar președintele SUA a amenințat cu tarife țările care importă din Federația Rusă. Deși tensiunile geopolitice din Orientul Mijlociu s-au mai moderat, riscul escaladării persistă, ceea ce determină menținerea primei de risc înalte la formarea prețurilor la petrol. Prețurile la gazele naturale în Europa continuă să fie determinate de nivelul temperaturilor și de nivelul de umplere a capacităților de stocare a gazelor naturale. Prețurile internaționale la produsele alimentare urmează un trend de creștere stabilă în conformitate cu anticipările din ultimele runde de prognoză.*

În tabelul 5.1 sunt enunțate valorile principalelor ipoteze externe admise în cadrul runde de prognoză aferentă Raportului asupra inflației, august 2025, cu descrierea ulterioară a acestora.

**Creșterea economică în zona euro** se prognozează a fi de 0,9 la sută în anul 2025 și de 1,1 la sută în anul 2026. Comparativ cu runda de prognoză precedentă, această ipoteză nu a fost modificată semnificativ deoarece factorii de creștere au rămas practic aceiași. În continuare se așteaptă o scădere a excedentului sau chiar un deficit slab al balanței comerciale în UE și respectiv zona euro, din cauza tarifelor comerciale reciproce cu SUA, China și alte țări. În contextul în care politica monetară în zona euro se anticipează să rămână stimulative, iar politica fiscală pe alocuri austeră, creșterea economică va fi propulsată de investițiile în sectorul militar, dar și de sectorul serviciilor. Creșterea în sectorul de producere va continua să fie slabă, în contextul în care industria automobilistică va fi puternic afectată de tarifele comerciale ale SUA, dar și de competitivitatea scăzută în raport cu producția din China. Deoarece prețurile de consum în zona euro au scăzut până la ținta BCE de 2,0 la sută, în viitorul apropiat se anticipează o pauză în modificarea ratelor dobânzilor BCE. Totuși, pentru anul 2026, se anticipează o **inflație medie anuală** de 1,6 la sută în **zona euro**, care va reflecta reducerea cererii externe și scăderea surselor de finanțare a consumului.

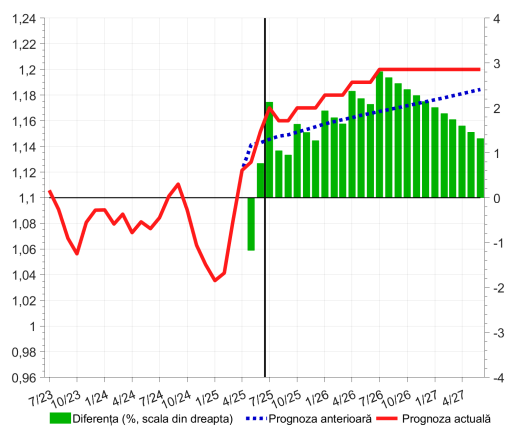
În corespundere cu evoluția monedei unice europene și a dolarului SUA din ultima perioadă, în runda curentă de prognoză se anticipează un nivel mediu al **parității EUR/USD** de 1,13 pentru anul 2025 și de 1,19 pentru anul 2026 (Graficul 5.1). Evoluția parității EUR/USD în continuare va fi influențată de tarife, balanța comercială, migrarea investitorilor, precum și diferența dintre **politicile monetare ale BCE și SRF**. Conform ultimelor

Tabelul 5.1: Evoluția așteptată a variabilelor externe (media anuală)

|                                                                  | 2025  | 2026  |
|------------------------------------------------------------------|-------|-------|
| Creșterea economică în zona euro (%)                             | 0,9   | 1,1   |
| Inflația medie anuală în zona euro (%)                           | 2,0   | 1,6   |
| EUR/USD                                                          | 1,13  | 1,19  |
| Euribor (%)                                                      | 2,1   | 1,8   |
| Prețul petrolului Brent (USD/baril)                              | 69,8  | 65,8  |
| Cotația la gaze naturale Netherlands TTF (EUR/1 000 m3)          | 399,6 | 360,5 |
| Creșterea cotațiilor internaționale la produsele alimentare, (%) | 5,4   | 1,9   |

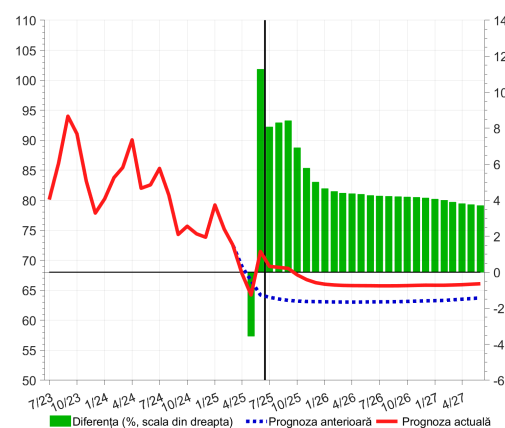
Sursa: Bloomberg, Consensus Forecast, calcule BNM

Graficul 5.1: Ipoteza cursului de schimb EUR/USD



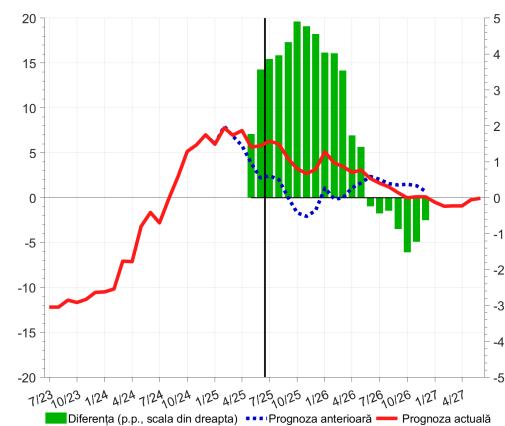
Sursa: BCE, Consensus Forecast, calcule BNM

Graficul 5.2: Ipoteza prețului internațional al petrolului Brent (USD/baril)



Sursa: Bloomberg, calcule BNM

Graficul 5.3: Ipoteza prețurilor internaționale la produse alimentare (%)



Sursa: FAO, Bloomberg, calcule BNM

estimări ale experților economici internaționali, BCE a încheiat faza de reducere a ratelor dobânzilor, pe când de la SRF se așteaptă continuarea reducerilor de rate ale dobânzilor. Politica monetară a SRF în viitorul apropiat se va afla sub incidența presiunilor administrației președintelui SUA privind reducerea ratelor dobânzilor. De menționat că din cauza majorării tarifelor la import se așteaptă o creștere a inflației în SUA, nivel care va fi ușor peste ținta SRF.

Deoarece în luna iunie 2025, traiectoria descendentă a cotațiilor la petrol a fost inversată de escaladarea tensiunilor în Orientul Mijlociu, în runda curentă de prognoză se anticipează un preț mediu anual al **mărcii Brent** de 69,8 USD/baril în anul 2025 și de 65,8 USD/baril în anul 2026, în creștere cu 3,8 și, respectiv, 4,3 la sută față de runda de prognoză precedentă (Graficul 5.2). Factorii determinanți ai evoluției prețurilor la petrol rămân aceiași: cererea scăzută pe fondul războiului comercial și oferta de petrol a OPEC+ în creștere. După episodul din iunie 2025, când cotația Brent a atins valoarea de aproximativ 80 USD/baril, riscurile aferente tensiunilor geopolitice rămân proeminente. Un alt factor care ar putea perturba piața petrolieră și, respectiv, prețurile la petrol în viitorul apropiat ar fi materializarea amenințării președintelui SUA de a impune tarife pentru țările care importă bunuri din Federația Rusă, vizând în special țări ca India și China care importă petrol din Federația Rusă.

Valoarea medie a **cotației Netherlands TTF** anticipată în runda curentă de prognoză este de 399,6 EUR/1 000 metri cubi în anul 2025 și de 360,5 EUR/1 000 metri cubi în anul 2026, în creștere cu 0,7 și, respectiv, 7,8 la sută în raport cu runda de prognoză precedentă. Actualmente, nivelurile de umplere a capacităților de stocare cu gaze naturale în Europa sunt sub nivelul anului precedent, ceea ce creează presiune la formarea prețurilor. Însă cererea din Asia pentru GNL este foarte scăzută, ceea ce redirecționează tancurile cu GNL spre Europa. În linii generale, balanța riscurilor pentru Netherlands TTF este destul de echilibrată, în contextul mutărilor structurale care au avut loc de la începutul crizei energetice.

În runda curentă de prognoză, se anticipează că **prețurile internaționale la produse alimentare** vor crește în medie cu 5,4 la sută, în anul 2025, și cu 1,9 la sută, în anul 2026, cu 2,8 și, respectiv, 0,7 puncte procentuale mai mult ca în runda de prognoză precedentă (Graficul 5.3). Momentan nu există un dezechilibru între cererea și oferta de produse alimentare, cu mici excepții, deoarece recolta așteptată în emisfera nordică va fi în corespundere cu mediile ultimilor ani. Totodată, creșterea recentă a cotațiilor la fertilizanți creează presiuni inflaționiste pentru recoltele viitoare. De asemenea, tarifele comerciale ar putea duce la modificări structurale semnificative în exporturile de produse agricole și bunuri alimentare.

## 5.2 Mediul intern

### Inflația

**Rata anuală a inflației va avea o tendință descendentă pe parcursul anului curent și prima jumătate a anului viitor, iar ulterior va înregistra o tendință stabilă până la sfârșitul perioadei de prognoză<sup>30</sup>. În anul curent, rata inflației se va plasa peste limita superioară a intervalului de variație, iar începând cu trimestrul I 2026, va reveni și se va menține, în limitele intervalului, în proximitatea limitei inferioare, până la sfârșitul perioadei de prognoză. Valoarea maximă va fi înregistrată în trimestrul III al anului curent, iar valoarea minimă în trimestrul III 2026** (Graficul 5.4).

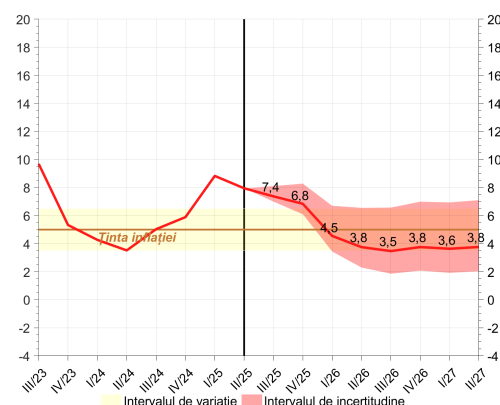
Ritmul anual al inflației este determinat, în mare parte, de contribuția pozitivă a prețurilor la **produsele alimentare**, prețurilor **reglementate**, a **inflației de bază** și mai puțin din partea celor la **combustibili**, cu excepția anului curent și trimestrului I al anului viitor, când vor avea un ușor impact negativ (Graficul 5.5).

Prezența factorilor precum (1) impactul persistent al efectelor condițiilor meteorologice adverse din primăvara anului curent, care au sporit prețurile la fructe, (2) o redresare a cererii interne până la sfârșitul anului curent și sfârșitul perioadei de prognoză, (3) tendința de creștere ușoară a inflației importate, (4) evoluția monedei unice europene față de dolarul SUA pe piața externă, mai ales începând cu anul viitor, (5) impactul peștii porcine din primăvara anului curent asupra industriei prelucrătoare a cărnii, în special asupra segmentului de fabricare a mezelurilor, (6) reducerea sau finalizarea, începând cu anul viitor, a programului de sprijin oferit de UE, privind compensarea costurilor suplimentare aferente energiei electrice, (7) impactul de la majorarea sezonieră a prețurilor la fructe și la legume din trimestrul II 2026, (8) efectul sezonier de la perioada rece a anului din trimestrele IV 2026 și I 2027, (9) anticiparea unei traiectorii ușor în creștere a prețurilor internaționale la produsele alimentare până la începutul anului viitor și (10) ajustarea accizelor la începutul anilor 2026 și 2027 vor atenua diminuarea ritmului anual al inflației.

Înșă, cererea agregată, în general dezinflaționistă, (2) diminuarea anticipată a unor tarife în trimestrul III 2025, (3) evoluția monedei unice europene față de dolarul SUA pe piața externă, pe parcursul anului curent, (4) tendința ușor în diminuare a prețurilor internaționale la petrol la sfârșitul anului curent și începutul anului viitor, și (5) baza relativ înaltă din anul curent, vor contribui la diminuarea ritmului anual al inflației.

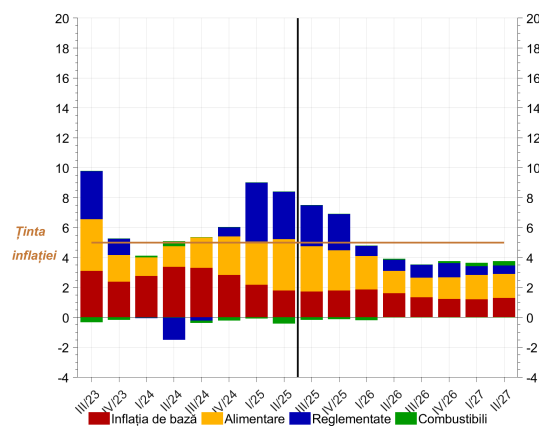
Rata anuală a inflației, pentru perioada de prognoză, va înregistra valoarea maximă de 7,4 la sută în trimestrul III 2025, și valoarea minimă de 3,5 la sută în trimestrul III 2026.

Graficul 5.4: IPC cu intervalul de incertitudine (% față de anul precedent)



Sursa: BNS, calcule BNM

Graficul 5.5: Decompoziția IPC (% față de anul precedent, puncte procentuale)

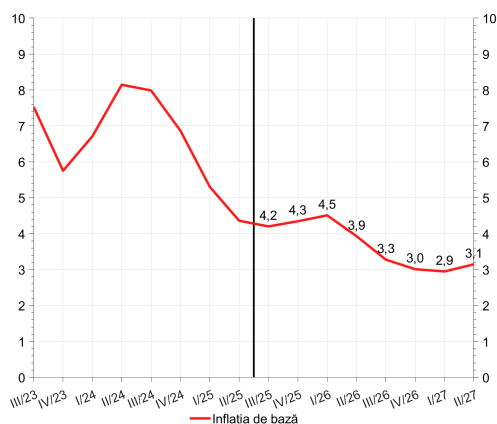


Sursa: BNS, calcule BNM

<sup>30</sup>Trimestrul III 2025 – trimestrul II 2027

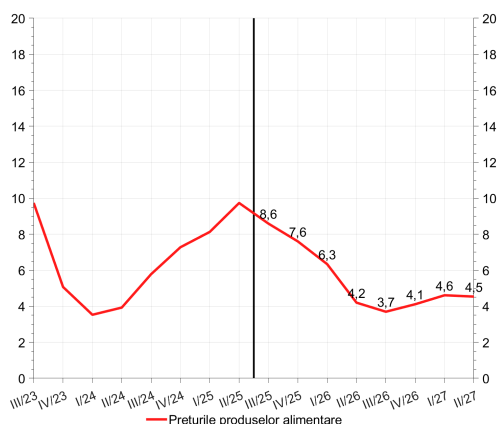


Graficul 5.6: Inflația de bază (% , față de anul precedent)



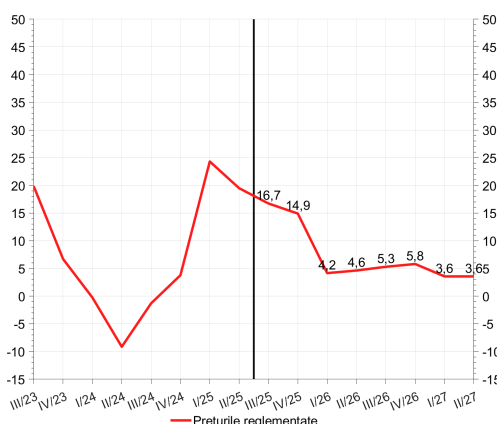
Sursa: BNS, calcule BNM

Graficul 5.7: Prețurile la produsele alimentare (% , față de anul precedent)



Sursa: BNS, calcule BNM

Graficul 5.8: Prețurile reglementate (% , față de anul precedent)



Sursa: BNS, calcule BNM

Inflația medie anuală va fi de 7,7 la sută și de 3,9 la sută în anul curent și, respectiv, în anul viitor.

**Ritmul anual al inflației de bază va avea o tendință relativ stabilă până la începutul anului viitor, ulterior va avea o tendință de diminuare până la sfârșitul perioadei de prognoză** (Graficul 5.6).

Tendința relativ stabilă în primele trei trimestre consecutive de prognoză și ulterior în diminuare va fi determinată de contrabalansarea factorilor pozitivi și negativi. Printre factorii cu impact pozitiv se numără: (1) o redresare a cererii interne până la sfârșitul anului curent, (2) creșterea ușoară a inflației importate în a doua jumătate a anului viitor, (3) evoluția monedei unice europene față de dolarul SUA pe piața externă, mai ales începând cu anul viitor și (4) ajustarea accizelor la începutul anilor 2026 și 2027. Totodată, factorii cu impact negativ sunt: (1) cererea agregată, în general, dezinflaționistă și (2) diminuarea inflației importate, cu excepția semestrului II al anului viitor.

Rata medie anuală a inflației de bază va constitui 4,5 la sută și 3,7 la sută în anul 2025 și 2026, respectiv.

**Rata anuală a prețurilor la produsele alimentare va avea o tendință descendentă până în trimestrul III 2026, după care, până la sfârșitul perioadei de prognoză, va înregistra o tendință ușor în creștere** (Graficul 5.7).

Ritmul pozitiv al prețurilor la produsele alimentare va fi influențat de (1) impactul persistent al efectelor condițiilor meteorologice adverse din primăvara anului curent, care au sporit prețurile la fructe, (2) impactul peștei porcine din primăvara anului curent asupra industriei prelucrătoare a cărnii, în special asupra segmentului de fabricare a mezelurilor, (3) o redresare a cererii interne până la sfârșitul anului curent, (4) tendința de creștere ușoară a inflației importate, (5) anticiparea unei traiectorii ușor în creștere a prețurilor internaționale la produsele alimentare până la începutul anului viitor, (6) evoluția monedei unice europene față de dolarul SUA pe piața externă, mai ales începând cu anul viitor, (7) impactul de la majorarea sezonieră a prețurilor la fructe și la legume din trimestrul II 2026 și (8) efectul sezonier de la perioada rece a anului din trimestrele IV 2026 și I 2027. Cererea agregată, în general, dezinflaționistă, (2) inflația importată negativă în trimestrul III 2025, (3) evoluția monedei unice europene față de dolarul SUA pe piața externă pe parcursul anului curent și (4) baza înaltă din anul curent vor contribui la diminuare și vor atenua creșterea ulterioară a ritmului anual al prețurilor la produsele alimentare.

Rata medie anuală a prețurilor la produsele alimentare va constitui 8,5 la sută și 4,6 la sută în 2025 și 2026, respectiv.

**Rata anuală a prețurilor reglementate va scădea puternic până în trimestrul I al anului viitor, după care va avea o traiectorie relativ stabilă până la finele perioadei de prognoză** (Graficul 5.8).

Rata anuală va fi determinată de ajustările anticipate din trimestrul III 2025 și trimestrul I al anilor 2026 și 2027 la unele tarife și servicii, dar și de baza înaltă din anul curent.



Diminuarea ritmului anual al prețurilor reglementate până în trimestrul I 2026, se va datora diminuării anticipate a unor tarife în trimestrul III 2025, dar și efectului bazei anuale înalte. Reducerea sau finalizarea, începând cu anul viitor, a programului de sprijin oferit de UE, privind compensarea costurilor suplimentare aferente consumului de energie electrică până la 110 kWh lunar pentru toate gospodăriile, aferent majorării tarifului stabilit în luna ianuarie 2025, va atenua diminuarea și va alimenta creșterea ulterioară a ritmului anual.

Rata medie anuală a prețurilor reglementate va constitui 18,8 la sută și 5,0 la sută în anii 2025 și 2026, respectiv.

**Rata anuală a prețurilor la combustibili va avea o tendință ascendentă pe întreaga perioadă de prognoză, deși va înregistra valori negative până în trimestrul I 2026** (Graficul 5.9).

Tendința ascendentă a ratei anuale a prețurilor la combustibili va fi determinată de (1) ritmul pozitiv al inflației importate începând din trimestrul II 2026, (2) ajustarea accizelor la începutul anilor 2026 și 2027, (3) baza joasă din anul curent și (4) evoluția monedei unice europene față de dolarul SUA pe piața externă, mai ales începând cu anul viitor. Însă, (1) tendința ușor în diminuare a prețurilor internaționale la petrol la sfârșitul anului curent și începutul anului viitor, (2) cererea internă, în general, dezinflaționistă și (3) ritmul negativ al inflației importate până în trimestrul I 2026, vor atenua creșterea și vor contribui la înregistrarea valorilor negative a ritmului anual, până în trimestrul I 2026.

Rata medie anuală a prețurilor la combustibili va constitui -2,5 la sută și 0,0 la sută în 2025 și 2026, respectiv.

## Cererea

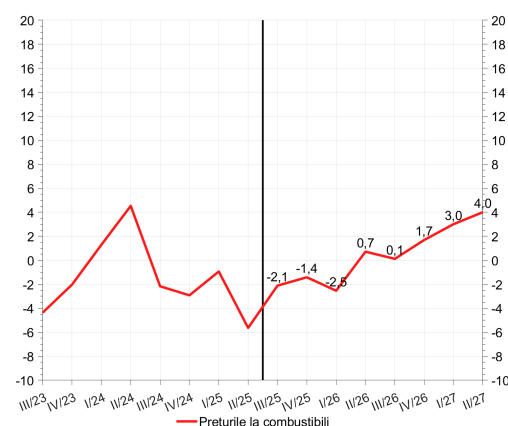
**Cererea agregată va înregistra o redresare până la sfârșitul anului curent, după care va avea o tendință în scădere cu o ușoară recuperare spre finele perioadei de prognoză** (Graficul 5.10).

Contractarea PIB, în trimestrul I al anului 2025, cu 1,2 la sută comparativ cu perioada similară a anului 2024, (2) caracterul restrictiv al condițiilor monetare reale, determinat de aprecierea ratei reale efective de schimb, (3) cererea externă dezinflaționistă până în prima jumătate a anului viitor, (4) diminuarea remiterilor în termeni reali și (5) impulsul fiscal negativ pentru trei trimestre consecutive începând cu trimestrul II 2026, vor fi principalii factori care vor determina cererea agregată dezinflaționistă.

Impulsul fiscal pozitiv până la începutul anului viitor, rata reală joasă a dobânzii și cererea externă în recuperare, începând cu anul viitor, vor micșora deficitul cererii agregate și vor contribui la o cerere agregată ușor inflaționistă la sfârșitul anului curent.

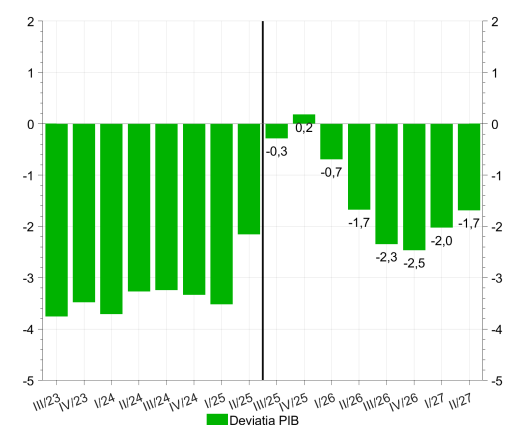
Cererea agregată va fi dezinflaționistă și se datorează și caracterului restrictiv al politicii monetare pe întreaga perioadă de prognoză. Impactul restrictiv al condițiilor monetare reale va fi determinat de aprecierea ratei reale efective de schimb. În același timp, rata reală a dobânzii va exercita influență stimulatorie pe întreaga perioadă de prognoză.

Graficul 5.9: Prețurile la combustibili (% față de anul precedent)



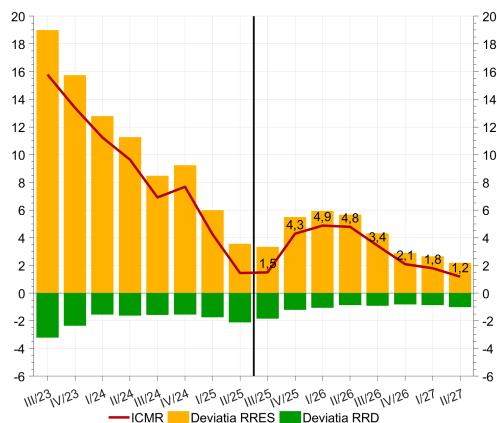
Sursa: BNS, calcule BNM

Graficul 5.10: Deviația PIB (%)



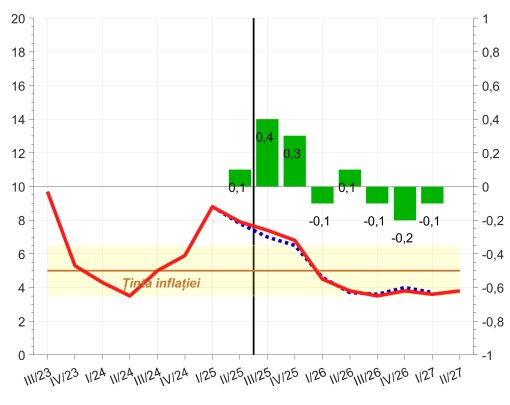
Sursa: calcule BNM

Graficul 5.11: Indicele condițiilor monetare reale și decompoziția



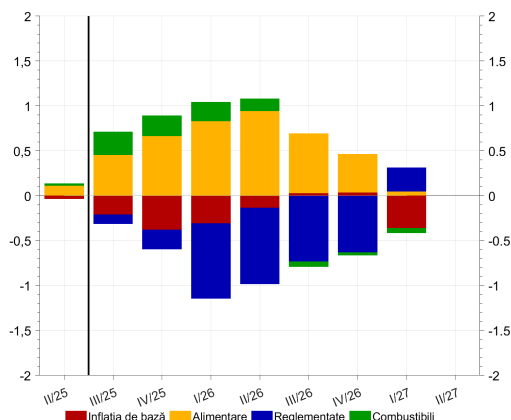
Sursa: calcule BNM

Graficul 5.12: IPC (% față de anul precedent, puncte procentuale)



Sursa: BNS, calcule BNM

Graficul 5.13: Decompoziția diferenței dintre prognoze (puncte procentuale)



Sursa: calcule BNM

## Politica monetară

**Condițiile monetare reale vor avea un caracter restrictiv asupra cererii agregate pentru întreaga perioadă de prognoză** (Graficul 5.11).

Politica monetară prin intermediul ratei reale efective de schimb va fi restrictivă, însă prin intermediul ratei reale a dobânzii, va manifesta un caracter stimulat pe parcursul perioadei de prognoză.

Evoluția reală a monedei naționale va spori abaterea ratei reale efective de schimb de la nivelul său de echilibru până la începutul anului viitor, iar ulterior abaterea se va reduce până la finele perioadei de prognoză, atenuând caracterul restrictiv asupra cererii agregate.

## 5.3 Compararea prognozelor

**Prognoza actuală a inflației, față de cea din raportul asupra inflației anterior<sup>31</sup>, a fost revizuită ușor în creștere pentru anul curent, și nesemnificativ în descreștere pentru restul perioadei comparabile<sup>32</sup>** (Graficul 5.12).

Creșterea prognozei prețurilor la **produsele alimentare** pentru întreaga perioadă comparabilă, mai puțin a prognozei prețurilor la **combustibili** în anul curent și prima jumătate a anului viitor și a prognozei prețurilor **reglementate** la finele perioadei comparabile, a determinat revizuirea în sens ascendent a prognozei actuale a ratei anuale a inflației. Revizuirea în sens descendent a prognozei prețurilor **reglementate** pentru anul curent și viitor, a **inflației de bază** pentru anul curent și prima jumătate a anului viitor, inclusiv și începutul anului 2027, a atenuat revizuirea în sus pentru anul curent și a determinat descreșterea nesemnificativă pentru restul perioadei comparabile, a prognozei actuale (Graficul 5.13).

Proiecția ușor în creștere a prognozei ratei anuale a inflației este determinată de (1) o prognoză pe termen scurt în creștere, în mare parte din partea prețurilor la produsele alimentare, (2) cererea agregată semnificativ superioară până în trimestrul III 2026, (3) evoluția monedei unice europene față de dolarul SUA pe piața externă, (4) sporirea prognozelor la prețurile internaționale la petrol și la prețul de import al gazelor naturale pe întreaga perioadă comparabilă, (5) o inflație efectivă mai mare decât s-a anticipat în trimestrul anterior, (6) o inflație importată mai înaltă, cu excepția trimestrelor II și III 2026 și (7) un nivel mai înalt al prețurilor internaționale la produsele alimentare pe întreaga perioadă comparabilă.

<sup>31</sup>Raport asupra inflației, mai 2025

<sup>32</sup>Trimestrul III 2025 – trimestrul I 2027

Însă, (1) anticiparea unor diminuări de tarife în trimestrul III 2025, (2) evoluția monedei unice europene față de dolarul SUA pe piața externă, (3) reconsiderarea unei majorări mai mici ale unor tarife în trimestrul I 2026, (4) anticiparea cererii agregate inferioare în trimestrele IV 2026 și I 2027 și (5) o inflație importată ușor mai joasă în trimestrele II și III 2026, a atenuat revizuirea în sus pentru anul curent și a determinat revizuirea nesemnificativă în jos pentru restul perioadei comparabile a prognozei actuale a inflației.

Rata medie anuală a inflației a fost majorată cu 0,2 puncte procentuale pentru anul 2025 și micșorată cu 0,1 puncte procentuale pentru anul 2026.

**Prognoza actuală a ritmului anual al inflației de bază a fost revăzută în sens descendent preponderent pe întreaga perioadă comparabilă** (Graficul 5.14).

Proiecția inferioară a prognozei actuale în raport cu cea anterioară este determinată de (1) o prognoză pe termen scurt în diminuare, (2) o traiectorie inferioară a inflației importate în trimestrul IV 2025 și pe parcursul anului viitor și de (3) o cerere agregată inferioară pentru trimestrele IV 2026 și I 2027.

Cererea agregată semnificativ superioară pentru anul curent și primele trei trimestre ale anului viitor și (2) o inflație importată mai mare în trimestrele II și III 2025, au atenuat revizuirea în jos a prognozei actuale.

Prognoza ratei medii a inflației de bază a fost micșorată cu 0,4 puncte procentuale pentru anul 2025 și cu 0,2 puncte procentuale pentru anul 2026.

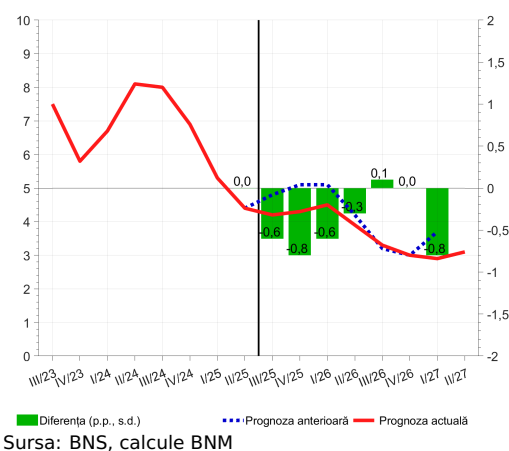
**Ritmul anual al prețurilor la produsele alimentare a fost revăzut semnificativ în sens ascendent pe întreaga perioadă comparabilă** (Graficul 5.15).

Ritmul superior al prognozei actuale în raport cu cel din prognoza anterioară este determinat de (1) o prognoză pe termen scurt semnificativ în creștere, urmare a impactului persistent al efectelor condițiilor meteorologice adverse din primăvara anului curent, care au sporit prețurile la fructe, și al peștei porcine din primăvara acestui an asupra industriei prelucrătoare a cărnii, în special asupra segmentului de fabricare a mezelurilor, (2) cererea agregată semnificativ superioară pentru anul curent și primele trei trimestre ale anului viitor, (3) un nivel mai înalt al prețurilor internaționale la produsele alimentare pe întreaga perioadă comparabilă, (4) evoluția monedei unice europene față de dolarul SUA pe piața externă, (5) o inflație efectivă mai mare decât s-a anticipat în trimestrul anterior și (6) o inflație importată mai înaltă, cu excepția trimestrelor II și III 2026.

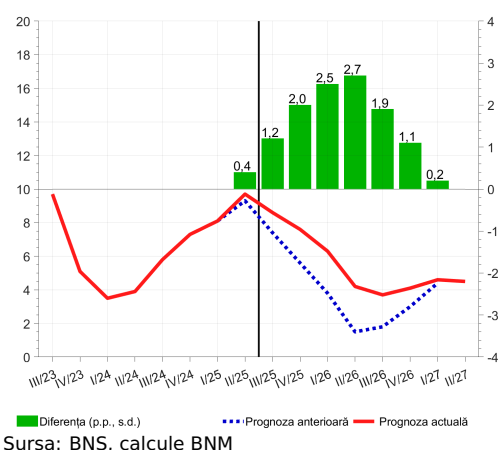
Anticiparea cererii agregate inferioare pentru trimestrele IV 2026 și I 2027, (2) evoluția monedei unice europene față de dolarul SUA pe piața externă și (3) o inflație importată mai joasă în trimestrele II și III 2026, constituie factorii ce au atenuat revizuirea în sus a prognozei actuale.

Prognoza ratei medii a prețurilor la produsele alimentare a fost majorată cu 0,9 puncte procentuale pentru anul 2025 și cu 2,1 puncte procentuale pentru anul 2026.

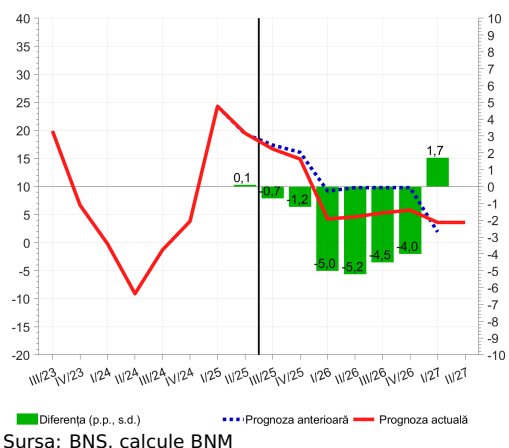
Graficul 5.14: Inflația de bază (% față de anul precedent, puncte procentuale)



Graficul 5.15: Prețurile la produsele alimentare (% față de anul precedent, puncte procentuale)



Graficul 5.16: Prețurile reglementate (% față de anul precedent, puncte procentuale)

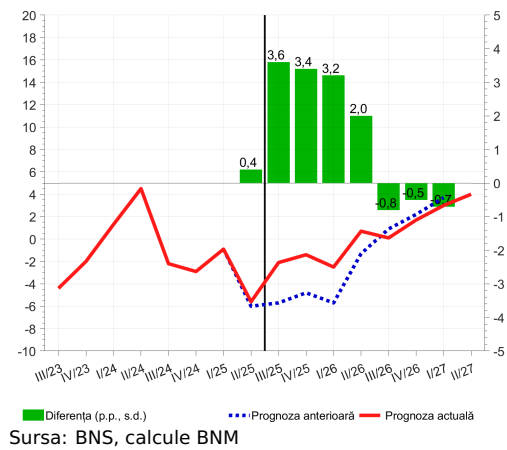


**Proгноza actuală a ratei anuale a prețurilor reglementate este revizuită semnificativ în sens descendent pe parcursul anului curent și al anului viitor** (Graficul 5.16).

Anticiparea unor diminuări de tarife în trimestrul III 2025 și (2) reconsiderarea unei majorări mai mici ale unor tarife în trimestrul I 2026, au determinat revizuirea în sens descendent a prognozei actuale a ritmului anual al prețurilor reglementate. Sporirea prognozelor la prețurile internaționale la petrol și la prețul de import al gazelor naturale a atenuat revizuirea în jos a prognozei actuale a ritmului anual al prețurilor reglementate și a determinat creșterea ușoară în trimestrul I 2027.

Proгноza ratei medii a prețurilor reglementate a fost micșorată cu 0,4 puncte procentuale pentru anul 2025 și cu 4,6 puncte procentuale pentru anul 2026.

Graficul 5.17: Prețurile la combustibili (% față de anul precedent)



**Proгноza ritmului anual al prețurilor la combustibili a fost majorată până în prima jumătate a anului viitor și revizuită în sens descendent ulterior, până la sfârșitul perioadei comparabile** (Graficul 5.17).

Proгноza superioară a ritmului anual al prețurilor la combustibili este condiționată de (1) o prognoză superioară a prețurilor internaționale la petrol, (2) o cerere agregată semnificativ superioară până în trimestrul III 2026, (3) o evoluție a monedei unice europene față de dolarul SUA pe piața externă, (4) o prognoză pe termen scurt în creștere, (5) o inflație importată superioară în trimestrul III 2025 și ultimele două trimestre a perioadei comparabile și (6) o inflație efectivă mai mare decât s-a anticipat în trimestrul anterior.

Anticiparea cererii agregate inferioare pentru trimestrele IV 2026 și I 2027 și (2) o inflație importată inferioară pentru patru trimestre consecutive începând din trimestrul IV 2025, au atenuat revizuirea în sus a prognozei ritmului anual al prețurilor la combustibili.

Proгноza ratei medii a prețurilor la combustibili a fost majorată cu 1,8 puncte procentuale pentru anul 2025 și cu 1,0 puncte procentuale pentru anul 2026.

## 5.4 Riscuri și incertitudini

### Sectorul extern

- **Temperarea creșterii economice în Uniunea Europeană.** În anul 2025, economiile Uniunii Europene au început să se recupereze după criza energetică începută în 2022, dar aparent, această recuperare riscă să fie afectată de iminența tarifelor comerciale impuse de administrația președintelui SUA. După rundele de negocieri, la 27 iulie 2025, SUA a anunțat pentru importurile din UE tarife generale de 15 la sută și de 25 la sută pentru oțel și aluminiu. Aceasta reprezintă niște condiții comerciale mai favorabile decât tarifele de 30 la sută anunțate anterior de SUA. Totodată, tarife comerciale bilaterale sunt discutate între UE și China. Pachetul al 18-lea de sancțiuni economice al Comisiei Europene pentru Federația Rusă vine să limiteze și mai mult posibilitățile țărilor UE de achiziție a resurselor energetice din Federația Rusă. Deși politicile fiscale în UE vor fi pe alocuri austere, acestea vor fi oarecum contrabalansate de investițiile anunțate pentru sectorul militar și infrastructură (dezinflaționist).
- **Fragmentarea comerțului internațional.** Războiul comercial inițiat de președintele SUA, a provocat la maximum comerțul internațional, fără anumite perspective de remediere pe termen scurt și mediu. De asemenea, sancțiunile economice impuse Federației Ruse, dar și altor economii, determină mutări structurale în comerțul internațional. Recent, președintele SUA a enunțat că va impune tarife pentru țările care importă din Federația Rusă. De aceea, în perioada următoare, urmează o adaptare la noile condiții ale comerțului internațional (incertitudine, dezinflaționist).
- **Divergența evoluției prețurilor la materiile prime.** Din cauza războiului comercial și a sancțiunilor economice, unele cotații la materiile prime sunt în creștere, iar altele în scădere, în urma fragmentării comerțului internațional. La nivel regional, prețurile la materiile prime vor avea o evoluție și mai divergentă (incertitudine).
- **Aprecierea și mai accentuată a monedei unice europene.** Războiul comercial inițiat de administrația președintelui SUA a scăzut din atractivitatea dolarului SUA ca activ de rezervă și a determinat reorientarea investitorilor spre moneda unică europeană. Deoarece inflația în zona euro se menține în coridorul țintit de BCE se așteaptă finisarea fazei de relaxare monetară de către BCE. De asemenea, presiunile președintelui SUA asupra reducerii ratelor dobânzilor SRF, creează presiuni de depreciere a dolarului SUA în raport cu alte monede de circulație internațională. Rămâne de văzut cum balanța comercială dintre SUA și UE va fi afectată de noile tarife și cum aceasta va influența evoluția monedei unice europene (dezinflaționist).

- **Situația geopolitică în Orientul Mijlociu.** În luna iunie 2025, a avut loc intensificarea tensiunilor geopolitice în Orientul Mijlociu. Creșterea probabilității de închidere a strâmtorii Ormuz a determinat majorarea substanțială a primei de risc din prețurile la resursele energetice și la alte materii conexe. De asemenea, în perioada menționată au fost afectate serviciile de transport și logistică. Deși SUA a mijlocit un armistițiu pentru încetarea focului între Iran și Israel, acesta nu este definitiv și riscul escaladării tensiunilor persistă (incertitudine).
- **Situația incertă în jurul negocierilor de pace Ucraina – Federația Rusă.** Deși de la începutul anului au avut loc anumite runde de negocieri de pace între Ucraina și Federația Rusă, acestea nu au avut nicio finalitate. În plus, atacurile s-au intensificat, distrugând și mai mult infrastructura economică. Actualmente, nivelul de incertitudine este la cote maxime, ceea ce reprezintă un factor de regres pentru economia regională (incertitudine).

## Sectorul real

- **Incertitudini cu privire la momentul și magnitudinea ajustării tarifelor la serviciile reglementate.** Prognoza pe termen mediu a inflației are la bază o traiectorie a prețurilor la serviciile reglementate care corespunde unor anumite ipoteze cu privire la prețurile la resursele energetice pe plan internațional și regional, precum și cu privire la alți indicatori relevanți sectorului respectiv. Totuși, având în vedere că tarifele la unele servicii reglementate produc un impact economic considerabil asupra populației, momentul ajustării acestora poate fi fundamentat nu doar de factori economici, dar și de urmărirea unor obiective sociale de către decidenții implicați. Prin urmare, momentul și magnitudinea ajustărilor de tarife nu poate fi estimată cu un grad suficient de încredere (incertitudine).
- **Diminuarea numărului de consumatori aflați pe teritoriul Republicii Moldova.** Conflictul militar din Ucraina a determinat ieșirea masivă a populației din Ucraina. O parte dintre aceștia se află pe teritoriul Republicii Moldova, care contribuie direct la majorarea consumului populației. Revenirea acestora în țara de origine sau plecarea acestora în alte regiuni ar determina o cerere mai redusă pe piața internă (dezinflaționist).
- **Vulnerabilitatea prețurilor la fructele și legumele autohtone față de condițiile meteorologice.** Conform experienței din ultimii ani, prețurile la fructele și legumele autohtone sunt într-o măsură pronunțată afectate de condițiile meteorologice adverse cum ar fi înghețuri, precipitații abundente, condiții secetoase atât din cauza unor impedimente în dezvoltarea acestora, cât și a costurilor asociate recoltării, transportării, depozitării, dar și comercializării acestora în punctele de comercializare din țară. Înregistrarea unor temperaturi diferite față de normă ar putea determina creșterea peste prognoze a prețurilor la produsele alimentare în următoarea perioadă (inflaționist).



- **Incertitudini cu privire la producția agricolă din anul curent.** Recolta agricolă din anul curent, respectiv, prețurile la produsele alimentare pe piața internă în a doua parte a anului vor depinde, în mare măsură, de condițiile agrometeorologice din perioada respectivă. În acest fel, evoluțiile în cadrul sectorului agricol și, prin urmare, traiectoria prețurilor la produsele alimentare pentru anul 2025 continuă să fie marcată de incertitudine. O recoltă agricolă mai moderată va genera presiuni inflaționiste superioare asupra prețurilor la produsele alimentare (incertitudine).

## Sectoarele monetar și public

- **Finanțare externă și impuls fiscal.** Pentru anul 2026 se preconizează sporirea fluxurilor creditelor externe și granturilor, ceea ce va facilita implementarea reformelor în economia națională și va crea presiuni adiționale asupra inflației (inflaționist).
- **Creditarea economiei naționale.** Majorarea finanțării externe va stimula creșterea continuă a lichidităților excesive în sistemul bancar, care va genera, pe termen scurt, impact pozitiv asupra creditelor acordate de către sectorul financiar-bancar și respectiv, asupra cererii agregate, și, implicit, ar putea determina presiuni inflaționiste suplimentare (inflaționist).

## Capitolul 6

# Decizii de politică monetară

### Rezumatul

#### ședinței Comitetului executiv al Băncii Naționale a Moldovei din 05.12.2024 cu privire la promovarea politicii monetare

**A prezidat ședința:** Anca-Dana Dragu, guvernator – președinte al Comitetului executiv

**Au fost prezenți:** membrii Comitetului executiv – Tatiana Ivanichichina – viceguvernator, Constantin Șchendra – viceguvernator, Petru Rotaru – viceguvernator

**Raportor:** Radu Cuhai – director al Departamentului politică monetară

**Invitați:** Daniel Savin – director al Departamentului piețe financiare, Valentina Rusu – directoare a Departamentului juridic, Natan Garștea – director al Departamentului stabilitate financiară, Diana Avtudov – directoare a Departamentului supraveghere bancară, Eugeniu Aftene – director al Departamentului raportări și statistică, Alina Boboc – șefă a Direcției comunicare și educație financiară, Alexandru Savva, Veaceslav Negruța – consilieri ai guvernatorului, Diana Ceauș – șefă a Cabinetului guvernatorului

Ședința Comitetului executiv cu privire la promovarea politicii monetare a debutat cu prezentarea susținută de Radu Cuhai, care a expus cele mai recente evoluții macroeconomice, atât din mediul intern, cât și din cel extern, precum și riscurile și incertitudinile ce ar putea influența prognoza inflației pe termen scurt și mediu din cadrul Raportului asupra inflației, noiembrie 2024.

În cadrul discuțiilor asociate evoluției inflației, Radu Cuhai a menționat că inflația anuală a constituit 5,3 la sută în octombrie 2024, fiind cu 0,1 puncte procentuale superioară nivelului lunii septembrie și s-a menținut în proximitatea țintei de 5,0 la sută. Radu Cuhai a accentuat că evoluția inflației în luna octombrie denotă o traiectorie similară celei anticipate în cadrul Raportului asupra inflației, noiembrie 2024. În structură, evoluția ascendentă a ratei anuale a inflației în luna octombrie 2024 a fost determinată, în principal, de inflația de bază și de prețurile alimentare, fiind atenuată de dinamica prețurilor reglementate și a celor la combustibili. Concomitent, s-a remarcat că majorarea prețurilor la produsele alimentare în luna octombrie 2024 a fost cauzată de seceta hidrologică din vara anului curent, care a afectat recolta agricolă.

Radu Cuhai a atenționat că, recente majorări de tarife conturează riscul unei traiectorii a inflației superioare celei anticipate pentru următoarele 3-4 luni, dar nu vor avea o influență semnificativă asupra evoluției inflației pe termen mediu.

În ceea ce privește mediul extern, Radu Cuhai a remarcat că economia mondială evoluează în condițiile intensificării tensiunilor globale comerciale și geopolitice cu menținerea presiunilor inflaționiste. A fost menționat că perspectivele politicilor monetare ale SRF și BCE s-au modificat, așteptându-se o scădere mult mai semnificativă a ratelor dobânzilor BCE în contextul unei creșteri economice mai reduse în zona euro și a unei inflații sub nivelul țintit.

Totodată, Radu Cuhal a evidențiat că, cotațiile europene la gazele naturale au crescut din cauza începutului sezonului de încălzire, asociat cu o creștere a cererii și a preocupărilor aferente expirării termenului contractului de tranziție a gazelor naturale prin Ucraina la sfârșitul anului 2024. Indicele FAO al prețurilor internaționale la produsele alimentare a crescut în luna octombrie curent pentru a doua lună consecutiv, ceea ce denotă inversarea trendului de evoluție.

În continuarea ședinței, Radu Cuhal a prezentat informația cu privire la activitatea economică națională, subliniind că datele publicate de BNS pentru luna septembrie prezintă semnale mixte în activitatea economică. Totodată, Radu Cuhal a observat că rata anuală a exporturilor a înregistrat un nivel de -19,3 la sută pe fundalul diminuării producției agricole, în timp ce rata anuală a importurilor s-a majorat cu 10,0 la sută. S-a constatat că rata anuală a producției industriale a constituit -3,3 la sută. Radu Cuhal a menționat că comerțul cu amănuntul a consemnat o creștere de 8,7 la sută anual în septembrie 2024, iar comerțul cu ridicata s-a contractat cu 1,5 la sută. Producția agricolă, în trimestrul III 2024 a fost cu 10,2 la sută inferioară celei din trimestrul similar al anului precedent. Radu Cuhal a remarcat că, câștigul salarial, în trimestrul III 2024, a consemnat o creștere de 14,2 la sută și prezintă semnale clare de revigorare a consumului, ceea ce susține creșterea economică. Investițiile au crescut cu 3,8 la sută față de trimestrul III 2023. În acest context, Radu Cuhal a subliniat că se anticipează continuarea dinamicii pozitive a PIB și în trimestrul III 2024.

Referitor la condițiile monetare, Radu Cuhal a subliniat că impactul reducerilor consecutive ale ratei de bază aplicate la principalele operațiuni de politică monetară s-a reflectat în continuare în evoluția descrescătoare a ratelor dobânzilor la creditele acordate în moneda națională. S-a remarcat că ratele medii ale dobânzilor, în primele trei săptămâni ale lunii noiembrie 2024, au înregistrat tendințe descendente la creditele noi acordate în lei moldovenești de către băncile licențiate. Astfel, rata medie ponderată a dobânzii la creditele noi acordate în lei s-a redus până la 8,24 la sută în a treia săptămână a lunii noiembrie. La depozitele la termen în moneda națională ratele medii ponderate ale dobânzilor au o tendință de creștere ușoară, ajungând la 3,55 la sută anual.

În același timp, Radu Cuhal a subliniat că evoluția descendentă continuă a ratelor dobânzilor la creditele acordate în lei a influențat pozitiv dinamica volumelor săptămânale ale creditelor, al căror ritm de creștere în primele trei săptămâni ale lunii noiembrie a constituit 89,8 la sută anual. Totodată, creșterea moderată a ratelor dobânzilor la depozitele la termen în lei moldovenești a contribuit la o descreștere a volumului depozitelor în primele trei săptămâni ale lunii noiembrie cu 8,6 la sută anual.

Ulterior, Radu Cuhal a menționat că balanța riscurilor prognozei inflației este echilibrată, cu o înclinare inflaționistă ușoară pe termen scurt. Incertitudinile rămân pronunțate. S-a accentuat că principalele surse sunt situația tensionată în regiune, cererea regională moderată asociată sancțiunilor reciproce, incertitudinile cu privire la producția agricolă și ajustarea tarifelor la serviciile comunal-locative.

În cele ce a urmat, a fost prezentat proiectul hotărârii cu privire la acțiunile BNM de promovare a politicii monetare. Măsurile propuse de Radu Cuhal au fost de a menține rata de bază și ratele de dobândă la facilitățile permanente, precum și rata la operațiunile repo la nivelurile actuale, și de a diminua norma rezervelor obligatorii din mijloacele atrase în lei moldovenești și în valută neconvertibilă și cea din mijloacele atrase în valută liber convertibilă, începând cu perioada de aplicare a rezervelor obligatorii 16 decembrie 2024 – 15 ianuarie 2025 până la nivelurile de 25,0 la sută și, respectiv, 34,0 la sută din baza de calcul și începând cu perioada de aplicare a rezervelor obligatorii 16 ianuarie 2025 – 15 februarie 2025 până la nivelurile de 22,0 la sută și, respectiv, 31,0 la sută din baza de calcul.

Astfel, în urma deliberărilor, Comitetul executiv al BNM a hotărât, cu vot unanim, menținerea ratei de bază aplicată la principalele operațiuni de politică monetară pe termen scurt la nivelul de 3,60 la sută anual, a ratelor de dobândă la creditele overnight și la depozitele overnight la nivelurile de 5,60 și 1,60 la sută anual, respectiv, la operațiunile repo la nivelul de 3,85 la sută anual. În același timp, membrii CE au decis diminuarea pentru două

perioade consecutive de aplicare a normei rezervelor obligatorii din mijloacele atrase în lei moldovenești și în valută neconvertibilă și cea din mijloacele atrase în valută liber convertibilă până la nivelurile propuse prin proiectul hotărârii de către Radu Cuhal.

Membrii CE au remarcat că decizia adoptată contribuie la sporirea predictibilității politicii monetare în condițiile unei asimetrii de informație și ajustarea comportamentului participanților pieței monetare în vederea creării condițiilor monetare necesare pentru menținerea pe termen mediu a inflației în limitele intervalului de variație de  $\pm 1,5$  puncte procentuale de la ținta de 5,0 la sută. Totodată, membrii CE au ținut să accentueze că decizia de diminuare concomitentă a normelor rezervelor obligatorii în lei moldovenești și în valută liber convertibilă va reduce costurile de creditare, susținând în continuare procesul de creditare și influențând benefic economia națională. S-a menționat că măsurile stimulative cumulate de politică monetară vor spori excesul de lichiditate în sistemul bancar și va permite băncilor să crediteze persoanele fizice și juridice, precum și să investească în valori mobiliare de stat.

Comitetul executiv a subliniat că BNM va monitoriza în continuare cu precauție situația macroeconomică internă și cea externă, riscurile și incertitudinile asociate evoluției inflației pe termen scurt și mediu și, la momentul oportun, va interveni prin ajustarea instrumentelor de politică monetară în vederea atingerii obiectivului fundamental de asigurare și menținere a stabilității prețurilor.

La finalul ședinței, Comitetul executiv a reiterat că decizia BNM vine în contextul în care condițiile monetare reale pe piața depozitelor, cea a creditelor și cea valutară denotă o situație favorabilă pentru asigurarea menținerii inflației în limitele intervalului de variație de  $\pm 1,5$  puncte procentuale de la ținta de 5,0 la sută, un nivel considerat optim pentru creșterea și dezvoltarea economică a Republicii Moldova pe termen mediu.

#### **Decizia adoptată de Comitetul executiv al BNM în unanimitate de voturi:**

- 1. Se menține rata de bază aplicată la principalele operațiuni de politică monetară pe termen scurt la nivelul de 3,60 la sută anual.**
- 2. Se mențin ratele de dobândă:**
  - a) la creditele overnight, la nivelul de 5,60 la sută anual;**
  - b) la operațiunile repo, la nivelul de 3,85 la sută anual;**
  - c) la depozitele overnight, la nivelul de 1,60 la sută anual.**
- 3. Se diminuează norma rezervelor obligatorii din mijloacele atrase în lei moldovenești și în valută neconvertibilă după cum urmează:**
  - a) începând cu perioada de aplicare a rezervelor obligatorii în lei moldovenești 16 decembrie 2024 – 15 ianuarie 2025, de la 27,0 la sută la nivelul de 25,0 la sută din baza de calcul;**
  - b) începând cu perioada de aplicare a rezervelor obligatorii în lei moldovenești 16 ianuarie 2025 – 15 februarie 2025, de la 25,0 la sută la nivelul de 22,0 la sută din baza de calcul.**
- 4. Se diminuează norma rezervelor obligatorii din mijloacele atrase în valută liber convertibilă după cum urmează:**
  - a) începând cu perioada de aplicare a rezervelor obligatorii în valută liber convertibilă 16 decembrie 2024 – 15 ianuarie 2025, de la 36,0 la sută la nivelul de 34,0 la sută din baza de calcul;**

**b) începând cu perioada de aplicare a rezervelor obligatorii în valută liber convertibilă 16 ianuarie 2025 – 15 februarie 2025, de la 34,0 la sută la nivelul de 31,0 la sută din baza de calcul.**

#### **Rezultatele votării membrilor CE**

PRO – 4

CONTRA – 0

**Președintele Comitetului executiv**

**Secretarul Comitetului executiv**

**Anca-Dana DRAGU**

**Sergiu SURDU**

#### **Rezumatul**

#### **ședinței Comitetului executiv al Băncii Naționale a Moldovei din 10.01.2025 cu privire la promovarea politicii monetare**

**A prezidat ședința:** Anca-Dana Dragu, guvernator – președinte al Comitetului executiv

**Au fost prezenți:** membrii Comitetului executiv – Vladimir Munteanu, prim-viceguvernator – vicepreședinte al Comitetului executiv, Tatiana Ivanicichina – viceguvernator, Constantin Șchendra – viceguvernator, Petru Rotaru – viceguvernator

**Raportor:** Radu Cuhă – director al Departamentului politică monetară

**Invitați:** Daniel Savin – director al Departamentului piețe financiare, Valentina Rusu – directoare a Departamentului juridic, Natan Garștea – director al Departamentului Stabilitate financiară, Eugeniu Aftene – director al Departamentului raportări și statistică, Alina Boboc – șefă a Direcției comunicare și educație financiară, Alexandru Savva, Simona-Gabriela Tărtăcuță, Mihnea Constantinescu, Veaceslav Negruța – consilieri ai guvernatorului

În debutul ședinței neplanificate a Comitetului executiv cu privire la promovarea politicii monetare, cuvântul i-a fost oferit lui Radu Cuhă, care a prezentat analiza și evaluarea informațiilor macroeconomice, atât din mediul intern, cât și din cel extern, în special perspectivele accelerării inflației pe fondul sporirii tarifelor interne la gazul din rețea, energia termică și cea electrică, ajustate în decembrie 2024 și ianuarie 2025. Radu Cuhă a menționat că majorarea accentuată a prețurilor la resursele energetice vor genera presiuni inflaționiste suplimentare asupra procesului inflaționist din perspectiva costurilor și prețurilor de producere, precum și a anticipărilor inflaționiste din partea gospodăriilor și agenților economici.

Cu privire la evoluția recentă a inflației, Radu Cuhă a evidențiat că inflația anuală a constituit 6,97 la sută în decembrie 2024, fiind cu 1,6 puncte procentuale superioară nivelului lunii precedente, și s-a plasat peste limita superioară a intervalului țintei de 5,0 la sută  $\pm 1,5$  puncte procentuale. Totuși merită a fi menționat că acest fapt a fost cauzat de creșterea prețului la gazul din rețea cu 27,6 la sută, ca urmare a ajustării de către ANRE a tarifului respectiv în luna decembrie 2024. Radu Cuhă a accentuat că rata anuală a inflației, fără impactul respectiv, constituie circa 6,25 la sută, fiind ușor inferioară celei anticipate în cadrul Raportului asupra inflației, noiembrie 2024. Totodată, s-a remarcat că în structură, evoluția ascendentă a ratei anuale a inflației în luna decembrie 2024 a fost determinată, în principal, de dinamica prețurilor reglementate, fiind atenuată de dinamica inflației de bază, prețurilor la produsele alimentare și a celor la combustibili.

În cadrul discuțiilor asociate mediului extern, Radu Cuhă a precizat că economia mondială evoluează în

condițiile menținerii tensiunilor geopolitice și a presiunilor inflaționiste. Perspectivile politicilor monetare ale SRF și BCE s-au modificat, așteptându-se o scădere mult mai semnificativă a ratelor dobânzilor BCE, în contextul unei creșteri economice mai reduse în zona euro și a unei inflații sub nivelul țintit. Radu Cuhal a evidențiat creșterea cotațiilor europene la gazele naturale după ce temperaturile scăzute au determinat un consum mai mare de gaze naturale și au amplificat preocupările privind epuizarea mai rapidă a rezervelor. De asemenea, Europa trebuie să facă față sistării livrărilor de gaze naturale prin Ucraina după 31 decembrie 2024. S-a constatat că prețurile internaționale la produse alimentare au început să crească temperat comparativ cu minimele din vara anului 2024, cererea și oferta de produse alimentare fiind suficient de echilibrată.

În cele ce au urmat, a fost prezentată informația cu privire la activitatea economică națională, Radu Cuhal subliniind că după evoluția pozitivă din prima jumătate a anului 2024, în trimestrul III 2024 dinamica anuală a PIB a intrat în teritoriu negativ. Radu Cuhal a accentuat că PIB s-a contractat, în trimestrul III 2024, cu 1,9 la sută comparativ cu perioada similară a anului 2023, fiind sub nivelul anticipat în cadrul runde anterioare de prognoză. Dinamica respectivă a fost determinată, preponderent, de impactul negativ din partea cererii externe. S-a constatat că cererea internă, atât din partea populației, în contextul creșterii veniturilor în termeni reali, cât și din partea agenților economici, a atenuat parțial acest efect. Totodată, Radu Cuhal a menționat impactul negativ asupra dinamicii PIB din partea sectorului agricol în contextul condițiilor secetoase din vara anului 2024, precum și din partea comerțului și tranzacțiilor imobiliare. Acesta a fost parțial atenuat de evoluțiile pozitive din construcții, sectorul financiar și sectorul informații și comunicații.

În continuarea ședinței, Radu Cuhal a prezentat condițiile monetare și a evidențiat că impactul reducerilor consecutive ale ratei de bază aplicate la principalele operațiuni de politică monetară s-a reflectat în continuare în tendința descrescătoare a ratelor dobânzilor la creditele acordate în moneda națională. S-a remarcat că în a treia săptămână a lunii decembrie 2024, pe segmentul credite noi acordate în lei moldovenești de către băncile licențiate, rata medie ponderată a dobânzii s-a redus până la 8,03 la sută anual. La depozitele la termen în moneda națională rata medie ponderată a dobânzii a avut o tendință de creștere ușoară, ajungând la 3,39 la sută anual.

În același timp, Radu Cuhal a subliniat că evoluția descendentă continuă a ratelor dobânzilor la creditele acordate în lei a influențat pozitiv dinamica volumelor săptămânale ale creditelor, al căror ritm de creștere anual, în primele trei săptămâni ale lunii decembrie, a constituit 41,8 la sută anual. Totodată, creșterea moderată a ratelor dobânzilor la depozitele la termen în lei moldovenești a contribuit la o descreștere a volumului depozitelor, în primele trei săptămâni ale lunii decembrie, cu 22,6 la sută anual.

Ulterior, Radu Cuhal a menționat că în baza analizei informației disponibile se atestă înregistrarea abaterii pozitive pentru prognoza pe termen scurt a inflației cu o certitudine fermă de depășire a limitei superioare a intervalului de variație de  $\pm 1,5$  puncte procentuale a țintei inflației de 5,0 la sută anual pe parcursul câtorva trimestre ale anului 2025. Totodată, factorul de bază care a determinat această evoluție a inflației este sistarea livrărilor de gaze naturale prin Ucraina după 31 decembrie 2024. Ca rezultat, Republica Moldova suplinește necesarul de energie electrică din sursele proprii și din import, la prețuri ce au condiționat majorarea tarifului la energia electrică de la începutul anului 2025, în lipsa livrărilor de la centrala din Cuciurgan. Radu Cuhal a accentuat că recente ajustări de tarife la gazul din rețea și la energia termică vor genera majorări ale prețurilor la bunuri și la serviciile conexe.

De asemenea, a fost remarcat că cererea internă moderată, determinată de o diminuare a ritmului de creștere a venitului disponibil, precum și o cerere externă mai redusă, în special, cauzată de activitatea economică în Uniunea Europeană, vor avea un impact negativ asupra dinamicii procesului inflaționist.

În acest context, măsurile incluse în proiectul hotărârii cu privire la acțiunile BNM de promovare a politicii monetare, propuse de Radu Cuhal, au fost de a majora rata de bază și ratele de dobândă la facilitățile permanente, precum și rata la operațiunile repo cu câte 2,0 puncte procentuale.



Astfel, în urma deliberărilor, Comitetul executiv al BNM a hotărât, cu vot unanim, majorarea ratei de bază aplicată la principalele operațiuni de politică monetară pe termen scurt până la nivelul de 5,60 la sută anual, precum și creșterea ratelor de dobândă la creditele și depozitele overnight și ratei la operațiunile repo până la nivelurile de 7,60 la sută, 3,60 la sută și, respectiv, 5,85 la sută anual.

Membrii CE au subliniat că decizia Băncii Naționale a Moldovei are scopul de a tempera efectele secundare de la modificarea tarifelor reglementate asupra inflației și a ancora așteptările inflaționiste cu scopul readucerii ratei anuale a prețurilor de consum în coridorul de variație de  $\pm 1,5$  puncte procentuale de la ținta inflației de 5,0 la sută anual, într-un termen rezonabil.

Comitetul executiv a reiterat că BNM va monitoriza în continuare cu precauție evoluția componentelor inflației și a factorilor de natură să afecteze dinamica acesteia, situația macroeconomică internă și cea externă, precum și riscurile și incertitudinile asociate evoluției inflației pe termen scurt și mediu. Suplimentar, membrii CE au menționat că, în vederea atingerii obiectivului fundamental de asigurare și menținere a stabilității prețurilor, BNM își rezervă dreptul legal de a interveni la momentul oportun prin ajustarea instrumentelor de politică monetară.

#### **Decizia adoptată de Comitetul executiv al BNM în unanimitate de voturi:**

- 1. Se stabilește rata de bază aplicată la principalele operațiuni de politică monetară pe termen scurt la nivelul de 5,60 la sută anual.**
- 2. Se stabilesc ratele de dobândă:**
  - a) la creditele overnight, la nivelul de 7,60 la sută anual;**
  - b) la operațiunile repo, la nivelul de 5,85 la sută anual;**
  - c) la depozitele overnight, la nivelul de 3,60 la sută anual.**

#### **Rezultatele votării membrilor CE**

PRO – 5

CONTRA – 0

**Președintele Comitetului executiv**

**Secretarul Comitetului executiv**

**Anca-Dana DRAGU**

**Sergiu SURDU**

## Listă de figuri

|                                                                                                                                                          |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.1 Rata anuală a IPC (%) . . . . .                                                                                                                      | 11 |
| 1.2 Rata anuală a principalelor subcomponente ale IPC (%) . . . . .                                                                                      | 11 |
| 1.3 Evoluția inflației anuale (%) și contribuția subcomponentelor (puncte procentuale) . . . . .                                                         | 11 |
| 1.4 Contribuția subcomponentelor (puncte procentuale) la dinamica anuală a inflației de bază (%) . . . . .                                               | 12 |
| 1.5 Contribuția componentelor (puncte procentuale) la dinamica anuală a prețurilor la produsele alimentare (%) . . . . .                                 | 12 |
| 1.6 Evoluția indicelui prețurilor la produsele alimentare la nivel internațional (indicele FAO) . . . . .                                                | 13 |
| 1.7 Evoluția prețurilor reglementate (%) și contribuția subcomponentelor (puncte procentuale) . . . . .                                                  | 13 |
| 1.8 Contribuția componentelor (puncte procentuale) la creșterea anuală a prețurilor la combustibili și carburanți (%) . . . . .                          | 14 |
| 1.9 Evoluția cotațiilor medii Platts și prețurilor petrolului Urals și Brent . . . . .                                                                   | 14 |
| 1.10 Rata anuală a IPC (%) . . . . .                                                                                                                     | 15 |
| 1.11 Rata anuală a prețurilor în industrie (%) . . . . .                                                                                                 | 16 |
| 1.12 Rata anuală a prețurilor în industrie (%) și contribuția componentelor acesteia clasificată după principalele ramuri (puncte procentuale) . . . . . | 16 |
| 2.1 Evoluția indicilor PMI compuși . . . . .                                                                                                             | 17 |
| 2.2 Evoluția indicilor PMI pentru industria prelucrătoare în România, Polonia și Turcia . . . . .                                                        | 18 |
| 2.3 Evoluția indicelui USD (DXY*) în contextul politicii monetare a SRF . . . . .                                                                        | 18 |
| 2.4 Evoluția EUR/USD (media lunară) și a ratelor dobânzilor în zona euro . . . . .                                                                       | 18 |
| 2.5 Piața petrolieră . . . . .                                                                                                                           | 19 |
| 2.6 Evoluția cotației Netherlands TTF (EUR/1 000 metri cubi) . . . . .                                                                                   | 19 |
| 2.7 Ritmul anual de creștere a indicilor prețurilor mondiale (%) . . . . .                                                                               | 19 |
| 2.8 Ritmul anual de creștere a prețurilor mondiale la produsele alimentare (indicele FAO, %) . . . . .                                                   | 20 |
| 3.1 Contribuția componentelor cererii la creșterea PIB (puncte procentuale) . . . . .                                                                    | 29 |
| 3.2 Evoluția în termeni reali a consumului final al gospodăriilor populației (% față de anul precedent) . . . . .                                        | 30 |
| 3.3 Evoluția venitului disponibil al populației (% față de anul precedent) și contribuțiile subcomponentelor (puncte procentuale) . . . . .              | 30 |

|      |                                                                                                                               |    |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 3.4  | Dinamica veniturilor și a cheltuielilor publice (% , față de anul precedent) . . . . .                                        | 30 |
| 3.5  | Evoluția transferurilor bugetare (milioane lei) . . . . .                                                                     | 31 |
| 3.6  | Evoluția fluxurilor contului unic trezorerial (% , față de anul precedent) . . . . .                                          | 31 |
| 3.7  | Evoluția soldului contului unic trezorerial (% , față de anul precedent) . . . . .                                            | 33 |
| 3.8  | Evoluția ritmului anual de creștere a datoriei de stat (% , sfârșit de trimestru) . . . . .                                   | 33 |
| 3.9  | Ponderea datoriei de stat în PIB (% , sfârșit de trimestru) . . . . .                                                         | 33 |
| 3.10 | Raportul dintre cerere și ofertă pe piața primară a valorilor mobiliare de stat . . . . .                                     | 33 |
| 3.11 | Curba randamentelor VMS (%) . . . . .                                                                                         | 33 |
| 3.12 | Structura VMS alocate pe piața primară (%) . . . . .                                                                          | 33 |
| 3.13 | Dinamica anuală a investițiilor (%) . . . . .                                                                                 | 34 |
| 3.14 | Dinamica anuală a investițiilor pe tipuri de mijloace fixe (% , termeni reali) . . . . .                                      | 34 |
| 3.15 | Dinamica anuală a investițiilor după sursele de finanțare (% , termeni reali) . . . . .                                       | 36 |
| 3.16 | Evoluția ratei anuale a exporturilor (%) și contribuția pe categorii de țări (puncte procentuale) . . . . .                   | 36 |
| 3.17 | Evoluția ratei anuale a exporturilor (%) și contribuția componentelor pe grupe de mărfuri (puncte procentuale) . . . . .      | 36 |
| 3.18 | Evoluția ratei anuale a exporturilor (%) și contribuția după origine (puncte procentuale) . . . . .                           | 36 |
| 3.19 | Evoluția ratei anuale a importurilor (%) și contribuția pe categorii de țări (puncte procentuale) . . . . .                   | 36 |
| 3.20 | Evoluția ritmului anual al importurilor (%) și contribuția componentelor pe grupe de mărfuri (puncte procentuale) . . . . .   | 36 |
| 3.21 | Contribuția sectoarelor economiei la creșterea PIB (puncte procentuale) . . . . .                                             | 37 |
| 3.22 | Evoluția transportului de mărfuri (% , față de anul precedent) . . . . .                                                      | 37 |
| 3.23 | Evoluția transportului de pasageri (% , față de anul precedent) . . . . .                                                     | 38 |
| 3.24 | Evoluția în termeni reali a industriei (% , față de anul precedent) . . . . .                                                 | 38 |
| 3.25 | Comerțul interior (în baza declarațiilor TVA) (% , față de anul precedent) . . . . .                                          | 38 |
| 3.26 | Rata anuală a producției globale agricole (%) și contribuția după sectoare (puncte procentuale) . . . . .                     | 39 |
| 3.27 | Populația economic activă și populația ocupată . . . . .                                                                      | 40 |
| 3.28 | Contribuția sectoarelor la dinamica populației ocupate (puncte procentuale) . . . . .                                         | 40 |
| 3.29 | Evoluția șomerilor și a populației subocupate . . . . .                                                                       | 40 |
| 3.30 | Fondul de salarizare în economie (% , față de anul precedent) și contribuțiile sectoarelor (puncte procentuale) . . . . .     | 41 |
| 3.31 | Numărul mediu de salariați pe economie (% , față de anul precedent) și contribuții pe sectoare (puncte procentuale) . . . . . | 41 |

|                                                                                                                                              |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 3.32 Contribuția sectoarelor economiei aferentă numărului de salariați în dinamică (% față de anul precedent) . . . . .                      | 41 |
| 3.33 Ponderea contului curent în PIB (%) . . . . .                                                                                           | 42 |
| 3.34 Ponderea contului financiar în PIB (%) . . . . .                                                                                        | 42 |
| 3.35 Ponderea datoriei externe în PIB (%) . . . . .                                                                                          | 42 |
| 4.1 Ratele medii lunare de referință pe piața interbancară și rata de bază a BNM (%) . . . . .                                               | 43 |
| 4.2 Evoluția lunară a coridorului ratelor dobânzilor (%) . . . . .                                                                           | 43 |
| 4.3 Evoluția soldului zilnic al operațiunilor de sterilizare (milioane lei) . . . . .                                                        | 44 |
| 4.4 Evoluția cursului oficial de schimb MDL/EUR și volumul tranzacțiilor zilnice ale BNM . . . . .                                           | 45 |
| 4.5 Modificarea agregatelor monetare (% creștere anuală) . . . . .                                                                           | 45 |
| 4.6 Dinamica agregatului monetar M3 (% contribuția componentelor în creștere anuală) . . . . .                                               | 46 |
| 4.7 Dinamica soldului total al depozitelor (% contribuția componentelor în creștere anuală) . . . . .                                        | 46 |
| 4.8 Dinamica soldului depozitelor în MDL (% contribuția componentelor în creștere anuală) . . . . .                                          | 47 |
| 4.9 Dinamica soldului depozitelor la termen în MDL (% contribuția componentelor în creștere anuală) . . . . .                                | 47 |
| 4.10 Dinamica soldului depozitelor la vedere în MDL (% contribuția componentelor în creștere anuală) . . . . .                               | 47 |
| 4.11 Dinamica soldului depozitelor în valută (% contribuția componentelor în creștere anuală) . . . . .                                      | 47 |
| 4.12 Dinamica soldului depozitelor la termen în valută (% contribuția componentelor în creștere anuală) . . . . .                            | 47 |
| 4.13 Dinamica soldului depozitelor la vedere în valută (% contribuția componentelor în creștere anuală) . . . . .                            | 47 |
| 4.14 Lichiditatea excesivă . . . . .                                                                                                         | 48 |
| 4.15 Evoluția soldului creditelor (% creștere anuală) . . . . .                                                                              | 48 |
| 4.16 Evoluția ponderilor creditelor pe subcomponente în soldul total (%) . . . . .                                                           | 48 |
| 4.17 Structura soldului creditelor (% în total) . . . . .                                                                                    | 49 |
| 4.18 Evoluția creditelor noi acordate (% creștere anuală) . . . . .                                                                          | 49 |
| 4.19 Evoluția creditelor noi acordate în MDL (% creștere anuală) . . . . .                                                                   | 49 |
| 4.20 Dinamica soldului depozitelor la termen (% creștere anuală) . . . . .                                                                   | 49 |
| 4.21 Evoluția ponderii depozitelor la termen pe subcomponente în soldul total (%) . . . . .                                                  | 49 |
| 4.22 Ratele medii ale dobânzilor aferente soldurilor creditelor și depozitelor (%) . . . . .                                                 | 49 |
| 4.23 Ratele medii ale dobânzilor aferente volumelor noi ale creditelor și depozitelor (%) . . . . .                                          | 51 |
| 4.24 Fluctuațiile cursului oficial al leului moldovenesc în raport cu dolarul SUA și euro . . . . .                                          | 51 |
| 4.25 Evoluția monedelor principalilor parteneri comerciali în raport cu euro, curs mediu trimestrul II 2025/ trimestrul I 2025 (%) . . . . . | 52 |

|                                                                                                                                                                             |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 4.26Evoluția cursului de schimb nominal efectiv (NEER) și real efectiv (REER) al MDL calculat în baza ponderii principalilor parteneri comerciali (dec.2000-100%) . . . . . | 52 |
| 4.27Contribuția principalilor parteneri comerciali ai Republicii Moldova la modificarea cursului real efectiv în trimestrul II 2025 . . . . .                               | 52 |
| 4.28Oferta netă de valută de la persoanele fizice în dezagregare pe principalele valute (valutele sunt recalculate în USD la cursul mediu constant) . . . . .               | 53 |
| 4.29Gradul de acoperire a vânzărilor nete prin oferta netă și dinamica cursului oficial . . . . .                                                                           | 53 |
| 4.30Evoluția activelor oficiale de rezervă exprimate în luni de import de mărfuri și servicii (MBP6) . . . . .                                                              | 54 |
| 5.1 Ipoteza cursului de schimb EUR/USD . . . . .                                                                                                                            | 56 |
| 5.2 Ipoteza prețului internațional al petrolului Brent (USD/baril) . . . . .                                                                                                | 56 |
| 5.3 Ipoteza prețurilor internaționale la produsele alimentare (%) . . . . .                                                                                                 | 56 |
| 5.4 IPC cu intervalul de incertitudine (% , față de anul precedent) . . . . .                                                                                               | 57 |
| 5.5 Decompoziția IPC (% , față de anul precedent, puncte procentuale) . . . . .                                                                                             | 57 |
| 5.6 Inflația de bază (% , față de anul precedent) . . . . .                                                                                                                 | 58 |
| 5.7 Prețurile la produsele alimentare (% , față de anul precedent) . . . . .                                                                                                | 58 |
| 5.8 Prețurile reglementate (% , față de anul precedent) . . . . .                                                                                                           | 58 |
| 5.9 Prețurile la combustibili (% , față de anul precedent) . . . . .                                                                                                        | 59 |
| 5.10Deviația PIB (%) . . . . .                                                                                                                                              | 59 |
| 5.11Indicele condițiilor monetare reale și decompoziția . . . . .                                                                                                           | 60 |
| 5.12IPC (% , față de anul precedent, puncte procentuale) . . . . .                                                                                                          | 60 |
| 5.13Decompoziția diferenței dintre prognoze (puncte procentuale) . . . . .                                                                                                  | 60 |
| 5.14Inflația de bază (% , față de anul precedent, puncte procentuale) . . . . .                                                                                             | 61 |
| 5.15Prețurile la produsele alimentare (% , față de anul precedent, puncte procentuale) . . . . .                                                                            | 61 |
| 5.16Prețurile reglementate (% , față de anul precedent, puncte procentuale) . . . . .                                                                                       | 61 |
| 5.17Prețurile la combustibili (% , față de anul precedent) . . . . .                                                                                                        | 62 |

## Listă de tabele

|     |                                                                    |    |
|-----|--------------------------------------------------------------------|----|
| 1.1 | Evoluția și prognoza IPC și a componentelor sale . . . . .         | 15 |
| 5.1 | Evoluția așteptată a variabilelor externe (media anuală) . . . . . | 55 |