



Evoluții economice și monetare

Sinteză

În cadrul ședinței de politică monetară din data de 12 martie, Consiliul guvernatorilor a decis asupra unui pachet cuprinzător de măsuri de politică monetară. Alături de stimulul monetar substanțial deja existent, aceste măsuri vor sprijini condițiile de lichiditate și de finanțare pentru gospodăriile populației, firme și bănci și vor contribui la menținerea creditării fără sincope a economiei reale. De la ultima ședință a Consiliului guvernatorilor, care a avut loc în ultima parte a lunii ianuarie, răspândirea coronavirusului (COVID-19) a reprezentat un șoc major la adresa perspectivelor de creștere a economiei mondiale și a economiei zonei euro și a accentuat volatilitatea piețelor. Chiar dacă, în ultimă instanță, are un caracter temporar, aceasta va avea un impact semnificativ asupra activității economice. Mai exact, va încetini producția ca urmare a perturbării lanțurilor de aprovizionare și va reduce cererea internă și externă, îndeosebi prin impactul nefavorabil al măsurilor necesare de limitare a epidemiei. În plus, incertitudinile sporite afectează planurile de cheltuieli și finanțarea acestora. Balanța riscurilor la adresa perspectivelor creșterii economice pentru zona euro este, în mod evident, înclinată în sensul unui nivel mai redus al acesteia. Pe lângă riscurile identificate anterior legate de factori geopolitici, intensificarea protecționismului și vulnerabilitățile de pe piețele emergente, răspândirea coronavirusului reprezintă o sursă nouă și semnificativă de risc în sensul scăderii la adresa perspectivelor creșterii economice. În acest context, Consiliul guvernatorilor al BCE a adoptat o serie de decizii în materie de politici vizând menținerea orientării monetare și susținerea transmisiei politicii monetare la nivelul economiei reale.

Evaluarea condițiilor economice și monetare la momentul ședinței Consiliului guvernatorilor din 12 martie 2020

Actuala epidemie de COVID-19 deteriorează perspectivele economice pe plan global incluse în proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna martie 2020. Evoluțiile înregistrate ulterior datei-limită pentru finalizarea proiecțiilor sugerează că riscul în sensul scăderii la adresa activității economice globale în contextul epidemiei de COVID-19 s-a

materializat parțial, ceea ce presupune că activitatea pe plan mondial va fi în acest an mai modestă decât se anticipa în proiecții. Epidemia a afectat economia globală într-un moment în care începuseră să apară semne de stabilizare a activității economice și a schimburilor comerciale, iar agreearea unui acord comercial restrâns între Statele Unite și China, coroborat cu reduceri de taxe vamale, diminuase incertitudinile. Într-o perspectivă mai îndelungată, se estimează numai o intensificare modestă a redresării economice proiectate la nivel mondial. Aceasta va depinde de redresarea unor economii de piață emergente încă vulnerabile, în timp ce moderarea ciclică anticipată în economiile avansate și tranziția structurală către o traiectorie de creștere mai lentă în China vor afecta perspectivele pe termen mediu. Riscurile la adresa activității economice globale s-au modificat, însă balanța acestora rămâne înclinată în sensul unui nivel mai redus al activității. La momentul actual, riscul cel mai sever în sensul scăderii se referă la impactul potențial mai extins și de mai lungă durată al epidemiei de COVID-19, pe măsură ce aceasta evoluează. Presiunile inflaționiste la nivel mondial sunt în continuare limitate.

Percepția asupra riscurilor pe plan global s-a deteriorat abrupt, iar volatilitatea piețelor s-a accentuat considerabil în condițiile răspândirii coronavirusului la nivel mondial spre finele perioadei analizate (12 decembrie 2019 – 11 martie 2020). Ratele dobânzilor fără risc pe termen lung din zona euro s-au redus sensibil, la niveluri semnificativ inferioare celor înregistrate la începutul perioadei. Curba ratelor *forward* EONIA (*euro overnight index average*) s-a deplasat vizibil în jos; inversarea consemnată pe scadențele scurte și medii a semnalat anticipațiile pieței privind amplificarea caracterului acomodativ al politicii monetare.

Reflectând creșterea abruptă a aversiunii la risc pe plan global, cotațiile acțiunilor din zona euro au scăzut considerabil, iar *spread*-urile aferente obligațiunilor suverane și celor corporative s-au majorat. Pe piețele valutare caracterizate de volatilitate, euro s-a apreciat substanțial față de monedele a 38 dintre cei mai importanți parteneri comerciali ai zonei euro.

Avansul PIB real în zona euro s-a menținut redus, respectiv 0,1% în termeni trimestriali în trimestrul IV 2019, comparativ cu 0,3% în intervalul anterior, reflectând dinamica actuală modestă a sectorului prelucrător și încetinirea ritmului de creștere a investițiilor. Datele economice noi și rezultatele sondajelor indică o dinamică a activității economice din zona euro la niveluri reduse, fără a reflecta încă pe deplin evoluțiile legate de coronavirus, care a început să se răspândească în Europa continentală la sfârșitul lunii februarie, exercitând un impact negativ asupra activității economice. Dincolo de perturbările generate de răspândirea coronavirusului, se anticipează o redinamizare a creșterii economice în zona euro pe termen mediu, sprijinită de condițiile favorabile de finanțare, de orientarea politicii fiscale în zona euro și de reluarea estimată a activității economice globale.

Conform proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna martie 2020, ritmul anual de creștere a PIB real este anticipat să se situeze la 0,8% în anul 2020, 1,3% în 2021 și 1,4% în 2022. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2019, perspectivele creșterii PIB real au fost revizuite în sens descendent cu 0,3 puncte procentuale pentru anul 2020 și 0,1 puncte procentuale pentru anul 2021, în principal pe seama epidemiei de coronavirus, deși evaluarea reflectă numai parțial recenta răspândire rapidă a virusului în zona euro. Prin urmare, balanța riscurilor la adresa perspectivelor creșterii economice pentru zona euro este, în mod evident, înclinată în sensul unui nivel mai redus al acesteia. Răspândirea coronavirusului reprezintă o sursă nouă și semnificativă de risc în sensul scăderii la adresa perspectivelor creșterii economice, pe lângă riscurile legate de factori geopolitici, intensificarea protecționismului și vulnerabilitățile de pe piețele emergente.

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a redus la 1,2% în luna februarie 2020, față de 1,4% în ianuarie. Pe baza declinului pronunțat al cotațiilor actuale și *futures* ale petrolului, este probabil ca inflația totală să se reducă considerabil în lunile următoare. Această evaluare este reflectată numai parțial de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna martie 2020, care anticipează că rata anuală a inflației IAPC se va situa la 1,1% în 2020, 1,4% în 2021 și 1,6% în 2022, valori în linii mari nerevizuite comparativ cu proiecțiile experților Eurosistemului din luna decembrie 2019. Pe termen mediu, inflația va fi susținută de măsurile de politică monetară ale BCE. Implicațiile coronavirusului asupra inflației sunt caracterizate de un grad ridicat de incertitudine, întrucât presiunile în sensul scăderii asociate cu reducerea cererii pot fi anulate de presiunile în sensul creșterii legate de perturbările la nivelul ofertei. Declinul pronunțat recent al prețurilor petrolului prezintă riscuri semnificative în sensul scăderii la adresa perspectivelor privind inflația pe termen scurt.

Dinamica masei monetare s-a temperat comparativ cu nivelurile confortabile înregistrate începând cu ultima parte a verii anului 2019. Creditul acordat sectorului privat a consemnat în continuare evoluții divergente la nivelul categoriilor de împrumuturi. În timp ce activitatea de creditare a populației și-a menținut caracterul rezilient, aceasta s-a moderat pe segmentul companiilor. Condițiile favorabile de finanțare a băncilor și de creditare au sprijinit în continuare fluxul de credite și implicit creșterea economică. Volumul total al finanțării externe nete a firmelor din zona euro s-a stabilizat, susținut de costurile favorabile de finanțare prin îndatorare. Totuși, creșterea recentă a aversiunii la risc este de natură să conducă la deteriorarea condițiilor de finanțare nebancaară pentru companiile nefinanciare.

Conform proiecțiilor, soldul bugetului general consolidat al zonei euro se va reduce în perioada 2020-2021 și se va stabiliza în anul 2022. Reducerea poate fi atribuită, în mare măsură, excedentelor primare mai scăzute.

Aceste evoluții se reflectă, de asemenea, în proiecții într-o orientare expansionistă a politicii fiscale atât în anul 2020, cât și în 2021, urmată de o orientare în linii mari neutră în anul 2022. În pofida orientării relativ expansioniste a politicii fiscale, în cadrul proiecțiilor ponderea datoriei publice în PIB din zona euro este anticipată să se mențină pe o traiectorie gradual descendentă, pe fondul diferențialului favorabil între rata dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB și al unui sold primar relativ pozitiv pe întreaga perioadă. Evoluțiile asociate răspândirii coronavirusului (COVID-19) ulterioare finalizării proiecțiilor indică deteriorarea evidentă a perspectivei aferente orientării politicii fiscale. Complementar politicilor fiscale anunțate anterior, angajamentul Eurogrupului în favoarea unor măsuri de politică comune și coordonate trebuie sprijinit cu fermitate în contextul răspândirii coronavirusului.

Pachetul de măsuri de politică monetară

În data de 12 martie 2020, Consiliul guvernatorilor a decis asupra unui pachet cuprinzător de măsuri de politică monetară. Răspunsul din partea politicii monetare a cuprins trei elemente-cheie: în primul rând, asigurarea condițiilor de lichiditate în sistemul bancar printr-o serie de operațiuni de refinanțare pe termen mai lung (ORTL) în condiții favorabile de preț; în al doilea rând, protejarea fluxului neîntrerupt de creditare a economiei reale printr-o recalibrare majoră a operațiunilor țintite de refinanțare pe termen mai lung (OTRTL); și, în al treilea rând, preîntâmpinarea înăsprii prociclice a condițiilor de finanțare pentru economie prin majorarea achizițiilor din cadrul programului de achiziționare de active (*asset purchase programme – APP*)¹.

1. În perioade de incertitudini crescute, este esențială furnizarea de lichiditate abundentă în sistemul financiar pentru a preveni eventuale episoade de lipsă a lichidității și presiunile asupra prețului acesteia, inclusiv în perioade în care coronavirusul poate ridica probleme legate de riscurile operaționale participanților din sistemul financiar. Prin urmare, Consiliul guvernatorilor a decis să efectueze, temporar, ORTL suplimentare pentru a oferi măsuri imediate de sprijinire a furnizării de lichiditate în sistemul financiar al zonei euro. Deși Consiliul guvernatorilor nu observă indicii semnificative privind manifestarea unor tensiuni pe piețele monetare sau existența unor deficite de lichiditate în sistemul bancar, aceste operațiuni vor asigura un mecanism de sprijin eficace, dacă va fi necesar. Operațiunile vor fi derulate prin

¹ Pentru detalii, a se vedea Lane, P.R. – „The Monetary Policy Package: An Analytical Framework”, blogul BCE, 13 martie 2020.

intermediul unei proceduri de licitație cu rată fixă a dobânzii și alocare integrală. Acestea se vor derula în condiții foarte atractive de preț, aplicându-se o rată a dobânzii egală cu rata medie a dobânzii la facilitatea de depozit. Aceste noi ORTL vor furniza lichiditate în condiții favorabile pentru a acoperi perioada până la operațiunea OTRTL III din iunie 2020.

2. În contextul impactului negativ exercitat de răspândirea coronavirusului asupra planurilor de venituri și cheltuieli ale populației și firmelor, este crucială susținerea creditării bancare a celor mai afectați de ramificațiile economice, îndeosebi a întreprinderilor mici și mijlocii. Astfel, Consiliul guvernatorilor a decis să aplice, în perioada iunie 2020 – iunie 2021, condiții mult mai favorabile tuturor operațiunilor OTRTL III în curs de desfășurare în intervalul respectiv. Pe parcursul întregii perioade, rata dobânzii la aceste operațiuni OTRTL III va fi cu 25 puncte de bază inferioară ratei medii a dobânzii la operațiunile principale de refinanțare ale Eurosistemului. Pentru contrapartidele care își mențin nivelurile de creditare, rata aplicată acestor operațiuni va fi mai scăzută, putând coborî, în cursul perioadei care se va încheia în iunie 2021, cu 25 puncte de bază sub rata medie a dobânzii la facilitatea de depozit. De asemenea, volumul maxim total pe care contrapartidele vor avea dreptul să îl împrumute, din momentul actual, în cadrul operațiunilor OTRTL III a fost majorat la 50% din stocul lor de împrumuturi eligibile valabil la data de 28 februarie 2019. Astfel, volumul total posibil de împrumuturi în cadrul acestui program se majorează cu peste 1 000 miliarde EUR, până la aproape 3 000 miliarde EUR în total. În ansamblu, noile condiții aferente OTRTL vor contribui la relaxarea semnificativă a condițiilor de finanțare care determină oferta de credite bancare către companii și populație. În acest context, Consiliul guvernatorilor a mandatat comitetele Eurosistemului să analizeze măsuri de relaxare a colateralului pentru a asigura că contrapartidele vor putea în continuare să valorifice pe deplin măsurile de sprijinire a finanțării adoptate de BCE.
3. Este esențială asigurarea unei orientări suficient de acomodative a politicii monetare, în special într-un context caracterizat de incertitudini ridicate și un grad crescut de volatilitate financiară. În aceste condiții, Consiliul guvernatorilor a decis, de asemenea, să adauge o anvelopă temporară de achiziții nete suplimentare de active, în valoare de 120 miliarde EUR, până la sfârșitul anului, asigurând o contribuție puternică din partea programelor de achiziționare de titluri emise de sectorul privat. Se anticipează în continuare derularea achizițiilor nete de active atât timp cât va fi necesar în vederea consolidării impactului acomodativ al ratelor de politică monetară ale BCE și încetarea acestora puțin înainte de inițierea de către Consiliul guvernatorilor a majorării ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE. Alături de programul de achiziționare de active existent, această anvelopă temporară va sprijini condițiile de finanțare într-un sens mai larg și, astfel, va conduce inclusiv la relaxarea ratelor dobânzilor care contează pentru economia reală.

Totodată, prin intermediul ritmului mai alert al achizițiilor, Eurosistemul își va manifesta o prezență mai robustă pe piață în această perioadă caracterizată de volatilitate sporită, inclusiv prin utilizarea deplină a flexibilității încorporate în APP pentru a răspunde la condițiile de pe piețe. Aceasta ar putea presupune fluctuații temporare în distribuția fluxurilor de achiziții, atât la nivelul claselor de active, cât și la nivelul țărilor, ca răspuns la șocurile generate de refugiul în plasamente cât mai puțin riscante (*flight to safety*) și la șocurile de lichiditate. Astfel de abateri de la alocarea echilibrată stabilită pe țări se înscriu în limitele permise ale programului, cu condiția ca grila de repartitie pentru subscrierea la capital să ancoreze în continuare stocul total al deținerilor Eurosistemului pe termen lung.

4. În plus, Consiliul guvernatorilor a hotărât ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână neschimbate. Se anticipează menținerea acestora la nivelurile actuale sau la niveluri inferioare până la convergența robustă a perspectivelor inflației către un nivel inferior, dar suficient de apropiat de 2% în cadrul orizontului de proiecție, precum și până la reflectarea consecventă a acestei convergențe în dinamica inflației de bază.
5. De asemenea, Consiliul guvernatorilor intenționează să continue reinvestirea, în totalitate, a principalului aferent titlurilor ajunse la scadență achiziționate în cadrul programului de achiziționare de active pe o perioadă extinsă după data la care va iniția majorarea ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE și, în orice caz, atât timp cât va fi necesar pentru menținerea unor condiții favorabile de lichiditate și a unui grad amplu de acomodare monetară.

Având în vedere evoluțiile actuale, Consiliul guvernatorilor va continua să monitorizeze cu atenție implicațiile răspândirii coronavirusului asupra economiei, inflației pe termen mediu și asupra mecanismului de transmisie a politicii monetare. Consiliul guvernatorilor este pregătit să își ajusteze toate instrumentele, după caz, pentru a asigura că inflația evoluează într-un mod susținut în direcția obiectivului urmărit, în concordanță cu angajamentul său în favoarea simetriei.

Pe de altă parte, este acum necesară o orientare ambițioasă și coordonată a politicilor fiscale, având în vedere deteriorarea perspectivelor și în scopul protejării împotriva materializării în continuare a riscurilor în sensul scăderii. Consiliul guvernatorilor consideră binevenite măsurile adoptate deja de mai multe autorități guvernamentale pentru a asigura resurse suficiente în sectorul sănătății și a furniza sprijin companiilor și angajaților afectați. Mai exact, măsuri precum furnizarea de garanții de credit sunt necesare în vederea completării și consolidării măsurilor de politică monetară adoptate de Consiliul guvernatorilor.

Addendum la deciziile adoptate de Consiliul guvernatorilor în data de 18 martie

Pandemia de coronavirus reprezintă o urgență colectivă de sănătate publică, cu puține precedente în istoria recentă. Totodată, constituie un șoc economic extrem, care reclamă o reacție ambițioasă, coordonată și urgentă a politicilor pe toate fronturile. În data de 18 martie, Consiliul guvernatorilor a anunțat un program nou de achiziții de urgență în contextul pandemiei (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) ca răspuns la situația fără precedent cu care se confruntă zona euro. Programul este temporar și va permite BCE să asigure transmisia politicii monetare și, în ultimă instanță, capacitatea sa de a menține stabilitatea prețurilor în zona euro. Astfel, evoluțiile de pe piețele financiare au condus la înăsprirea condițiilor de finanțare, îndeosebi în cazul maturităților mai lungi. Curba ratelor dobânzilor fără risc s-a deplasat în sus, iar curbele randamentelor suverane – esențiale pentru determinarea cotațiilor tuturor activelor – au consemnat o majorare generalizată și au dobândit un caracter mai dispersat. În îndeplinirea mandatului său, Consiliul guvernatorilor a adoptat următoarele decizii:

1. Lansarea unui nou program temporar de achiziții de active vizând titluri emise de sectorul public și de cel privat, pentru a contracara riscurile majore la adresa mecanismului de transmisie a politicii monetare și a perspectivelor zonei euro generate de epidemia tot mai extinsă de COVID-19.

Acest nou program de achiziții de urgență în contextul pandemiei (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) va beneficia de o anvelopă generală în valoare de 750 miliarde EUR. Achizițiile se vor derula până la sfârșitul anului 2020 și vor include toate categoriile de active eligibile în cadrul programului existent de achiziții de active (APP).

În cazul achizițiilor de titluri emise de sectorul public, alocarea de referință la nivelul jurisdicțiilor va fi în continuare grila de repartitie pentru subscrierea la capital aplicabilă băncilor centrale naționale. Pe de altă parte, achizițiile în cadrul noului PEPP se vor efectua într-o manieră flexibilă, permițând fluctuații în repartizarea fluxurilor de achiziții de-a lungul timpului, în funcție de clasele de active și jurisdicții.

Pentru achizițiile în cadrul PEPP, se va acorda o derogare de la cerințele de eligibilitate în cazul titlurilor de stat elene.

Consiliul guvernatorilor va sista achizițiile nete de active în cadrul PEPP odată ce se consideră depășită faza de criză a coronavirusului, dar în orice caz nu mai devreme de sfârșitul anului.

2. Extinderea gamei de active eligibile în cadrul programul de achiziționare de titluri emise de sectorul corporativ (CSPP) pentru a include efecte de comerț emise de societăți nefinanciare, astfel încât toate efectele de comerț cu un nivel suficient al calității creditului devin eligibile pentru achiziționare în cadrul CSPP.

3. Relaxarea standardelor aferente garanțiilor prin ajustarea principalilor parametri de risc ai cadrului privind colateralul. Astfel, Consiliul guvernatorilor va extinde gama creanțelor suplimentare de natura creditelor pentru a include creanțele aferente finanțării sectorului corporativ. În acest mod, se va asigura continuarea utilizării pe deplin, de către contrapartide, a operațiunilor de refinanțare ale Eurosistemului.

Consiliul guvernatorilor al BCE se angajează să își îndeplinească rolul de a sprijini toți cetățenii zonei euro pentru a depăși această perioadă extrem de dificilă. În acest scop, BCE se va asigura că toate sectoarele economiei pot beneficia de condiții favorabile de finanțare, care să le permită să absoarbă acest șoc. Sunt vizate, în mod egal, populația, firmele, băncile și autoritățile guvernamentale.

Consiliul guvernatorilor va întreprinde toate demersurile necesare în limitele mandatului său. Consiliul guvernatorilor este pe deplin pregătit să majoreze volumul programelor sale de achiziționare de active și să ajusteze structura acestora atât cât va fi necesar și pe un orizont oricât de lung se va impune. Consiliul guvernatorilor va analiza toate opțiunile și toate situațiile neprevăzute pentru a sprijini economia să depășească acest șoc.

În măsura în care anumite limite autoimpuse ar putea obstrucționa demersurile pe care BCE trebuie să le întreprindă în îndeplinirea mandatului, Consiliul guvernatorilor va lua în calcul revizuirea acestor limite în măsura care se va impune, astfel încât acțiunile sale să fie proporționale cu riscurile cu care ne confruntăm. BCE nu va tolera niciun risc la adresa transmisiei fără sincope a politicii sale monetare în toate jurisdicțiile zonei euro.

© Banca Centrală Europeană, 2020

Adresa poștală: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefon: +49 69 1344 0

Website: www.ecb.europa.eu

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

Pentru terminologia specifică, vă rugăm să consultați [glosarul BCE](#) (disponibil numai în limba engleză).

ISSN 2363-3638 (pdf)

Număr catalog UE: QB-BQ-20-002-RO-N (pdf)