



Evoluții economice și monetare

Sinteză

Inflația este proiectată să rămână prea ridicată o perioadă prea îndelungată. Prin urmare, în data de 16 martie 2023, Consiliul guvernatorilor a hotărât să majoreze cu 50 puncte de bază cele trei rate ale dobânzilor reprezentative ale BCE, în concordanță cu hotărârea sa de a asigura revenirea la momentul oportun a inflației la nivelul țintei de 2% pe termen mediu. Nivelul ridicat de incertitudine întărește importanța adoptării unei abordări bazate pe date în ceea ce privește deciziile Consiliului guvernatorilor privind ratele dobânzilor de politică monetară, care vor fi determinate de evaluarea sa privind perspectivele inflației pe baza noilor date economice și financiare, de dinamica inflației de bază, precum și de robustețea transmisiei politicii monetare.

Consiliul guvernatorilor a anunțat, totodată, că monitorizează cu atenție tensiunile actuale de pe piețe. Acesta este pregătit să ia măsurile necesare pentru a menține stabilitatea prețurilor și cea financiară în zona euro. Consiliul guvernatorilor a declarat că sectorul bancar din zona euro este rezilient, având poziții solide de capital și lichiditate. În orice caz, instrumentarul de politică monetară al BCE este complet dotat pentru a furniza sprijin constând în lichiditate sistemului financiar din zona euro, dacă este necesar, și pentru a prezerva transmisia ordonată a politicii monetare.

Noile proiecții macroeconomice ale experților BCE au fost finalizate la începutul lunii martie, înainte de manifestarea recentă a unor tensiuni pe piețele financiare. Prin urmare, aceste tensiuni implică incertitudini suplimentare asociate evaluărilor privind inflația și creșterea economică din proiecția de bază. Anterior celor mai recente evoluții, traiectoria din proiecția de bază a inflației totale fusese deja revizuită în sens descendent, îndeosebi pe seama unei contribuții sub valorile prognozate anterior din partea prețurilor produselor energetice. Experții BCE estimează, în prezent, că inflația se va situa, în medie, la 5,3% în 2023, la 2,9% în 2024 și la 2,1% în 2025. În același timp, presiunile inflaționiste la nivelul inflației de bază

rămân puternice. Inflația exclusiv produse energetice și alimente a continuat să se intensifice în februarie, experții BCE anticipând că aceasta se va situa, în medie, la 4,6% în 2023, nivel superior celui previzionat în proiecțiile din luna decembrie. Ulterior, aceasta este proiectată să coboare la 2,5% în 2024 și 2,2% în 2025, în condițiile în care presiunile în sensul creșterii din partea șocurilor anterioare la nivelul ofertei și a redeschiderii economiei se disipează, iar politica monetară mai restrictivă frânează tot mai mult cererea.

Proiecțiile de bază privind creșterea economică în 2023 au fost revizuite în sens ascendent, la o medie de 1,0%, ca urmare atât a scăderii prețurilor produselor energetice, cât și a rezilienței sporite a economiei la contextul internațional dificil. Ulterior, experții BCE anticipează accelerarea în continuare a creșterii la 1,6%, atât în 2024, cât și în 2025, sprijinită de o piață robustă a forței de muncă, de ameliorarea încrederii și de redresarea veniturilor reale. În același timp, intensificarea creșterii în 2024 și 2025 este inferioară celei proiectate în luna decembrie, reflectând întărirea politicii monetare.

Activitatea economică

Activitatea economică globală a rămas modestă la sfârșitul anului 2022 și începutul anului 2023, însă perspectivele pe termen apropiat s-au ameliorat, impulsionate de redeschiderea economiei chineze și de reziliența persistentă a piețelor forței de muncă din economiile dezvoltate. Relaxarea constrângerilor la nivelul ofertei susține în continuare schimburile comerciale internaționale, iar presiunile inflaționiste la nivelul inflației de bază rămân puternice, în pofida scăderii inflației totale. În aceste condiții, perspectivele creșterii globale pentru anii 2023 și 2024 din cadrul runde din martie 2023 a proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE au fost revizuite în sens ascendent comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2022. Deși redeschiderea economiei Chinei va susține creșterea globală anul acesta, activitatea economică pe plan mondial se menține relativ modestă, cu ritmuri de creștere încă inferioare mediilor istorice pe întreg orizontul de prognoză între 2023 și 2025. Proiecțiile privind schimburile comerciale internaționale au fost, de asemenea, revizuite în sens ascendent, reflectând redeschiderea economiei Chinei și relaxarea în continuare a constrângerilor la nivelul lanțurilor globale de aprovizionare. Există tot mai multe semnale că inflația calculată pe baza indicelui prețurilor de consum (IPC) la nivel global a atins deja un vârf în 2022, deși presiunile asupra prețurilor din economia mondială se mențin ridicate. Dezinflația este sprijinită de estomparea perturbărilor la nivelul ofertei, de scăderea prețurilor produselor energetice și de întărirea sincronizată a politicii monetare la nivel internațional. Cu toate acestea, reziliența piețelor forței de muncă și dinamica robustă a câștigurilor salariale,

Îndeosebi în principalele economii dezvoltate, sugerează că presiunile inflaționiste la nivelul inflației de bază în economia mondială rămân semnificative și că procesul de dezinflație va fi gradual.

Economia zonei euro a consemnat o stagnare în trimestrul IV 2022, evitând astfel contracția anticipată anterior. Cu toate acestea, cererea internă privată a înregistrat o scădere pronunțată. Inflația ridicată, incertitudinile actuale și condițiile de finanțare mai restrictive au afectat consumul privat și investițiile, care s-au redus cu 0,9% și, respectiv, 3,6%. În proiecția de bază, economia pare să se redreseze în trimestrele următoare. Producția industrială ar urma să cunoască o intensificare, pe fondul ameliorării în continuare a condițiilor ofertei, al redresării persistente a încrederii și al diminuării portofoliilor semnificative de comenzi restante ale firmelor. Majorările salariale și scăderea prețurilor produselor energetice vor anula parțial diminuarea puterii de cumpărare cu care se confruntă numeroase gospodării ale populației ca urmare a inflației ridicate. Această evoluție va sprijini, la rândul ei, cheltuielile de consum. În plus, piața forței de muncă rămâne robustă, în pofida încetirii activității economice. Ocuparea forței de muncă a crescut cu 0,3% în trimestrul IV 2022, iar rata șomajului s-a menținut la nivelul minim istoric de 6,6% în luna ianuarie 2023.

În condițiile unei aprovizionări mai sigure cu energie, prețurile produselor energetice au scăzut semnificativ, încrederea s-a îmbunătățit, iar activitatea economică ar trebui să se intensifice într-o oarecare măsură pe termen scurt. Prețurile mai mici ale produselor energetice asigură, în prezent, o relativă reducere a costurilor, în special pentru sectoarele energointensive, iar blocajele la nivelul ofertei pe plan mondial s-au disipat în mare măsură. Se anticipează că piața energiei va continua să se reechilibreze și că veniturile reale vor consemna o ameliorare. Pe fondul consolidării, de asemenea, a cererii externe și cu condiția ca tensiunile actuale de pe piețele financiare să se reducă, se estimează o revigorare a creșterii economice începând cu jumătatea anului 2023, susținută de o piață robustă a forței de muncă. Cu toate acestea, procesul de normalizare a politicii monetare derulat în prezent de BCE și majorările viitoare ale ratelor dobânzilor anticipate de piețe se vor propaga tot mai mult la nivelul economiei reale, înăsprirea recentă a condițiilor de creditare generând efecte inhibitoare suplimentare. Alături de retragerea treptată a sprijinului fiscal și persistența unor preocupări cu privire la riscurile la adresa aprovizionării cu energie în iarna următoare, aceasta va afecta creșterea economică pe termen mediu. Pe ansamblu, se anticipează o încetinire a ritmului mediu anual de creștere a PIB real la 1,0% în 2023 (de la 3,6% în 2022), urmată de o revigorare la 1,6% în 2024 și 2025. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2022, perspectivele creșterii PIB au fost revizuite în sens ascendent cu 0,5 puncte procentuale pentru 2023 pe seama unui efect de report generat de rezultatele pozitive peste așteptări din semestrul II 2022

și a îmbunătățirii perspectivelor pe termen scurt. Pentru 2024 și 2025, acestea au fost revizuite în sens descendent cu 0,3 puncte procentuale și, respectiv, 0,2 puncte procentuale, în condițiile în care înăsprirea condițiilor de finanțare și aprecierea recentă a euro anulează efectele pozitive asupra veniturilor și încrederii ale unei inflații mai scăzute.

Conform proiecțiilor experților BCE din luna martie 2023, perspectivele fiscale pentru zona euro se vor îmbunătăți pe parcursul orizontului de prognoză. După reducerea semnificativă estimată pentru 2022, se anticipează că deficitul bugetar al zonei euro va continua să se diminueze ușor în 2023 și mai accentuat în 2024 (până la 2,4% din PIB), menținându-se nemodificat în 2025. Contractia soldului bugetar la finalul orizontului de proiecție comparativ cu 2022 se explică prin ameliorarea soldului primar ajustat ciclic și printr-o componentă ciclică mai favorabilă, în timp ce ponderea plăților de dobânzi în PIB crește treptat pe parcursul orizontului de proiecție. Conform proiecțiilor, datoria zonei euro va continua să se reducă, deși într-un ritm mai lent după 2022, ajungând la puțin sub 87% din PIB până în anul 2025. Aceasta se datorează în principal diferențialelor negative dintre rata dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB, care anulează complet deficitele primare persistente. Cu toate acestea, se estimează că, în anul 2025, atât ponderea deficitului, cât și cea a datoriei se vor menține peste nivelurile din perioada prepandemie. Comparativ cu proiecțiile din luna decembrie, traiectoria soldului bugetar a fost revizuită în sens ascendent pentru perioada 2023-2025, deși doar marginal la sfârșitul orizontului de proiecție, în timp ce plățile de dobânzi au înregistrat o creștere pentru intervalul 2024-2025. Ponderea datoriei publice în PIB a fost revizuită în sens descendent, reflectând în principal îmbunătățirea traiectoriei soldului primar.

Măsurile de sprijin guvernamental destinate protejării economiei de impactul prețurilor ridicate ale produselor energetice ar trebui să fie temporare, țintite și adaptate în vederea menținerii stimulentei pentru reducerea consumului de energie. În condițiile în care prețurile produselor energetice scad și riscurile asociate ofertei de produse energetice se diminuează, este important să se înceapă retragerea acestor măsuri cu promptitudine și de o manieră concertată. Este probabil ca măsurile care nu respectă aceste principii să determine intensificarea presiunilor inflaționiste pe termen mediu, ceea ce ar impune un răspuns mai ferm din partea politicii monetare. De asemenea, în concordanță cu cadrul de guvernare economică al UE și după cum se menționează în orientările Comisiei Europene din 8 martie 2023, politicile fiscale ar trebui orientate către sporirea productivității economiei zonei euro și diminuarea progresivă a datoriei publice ridicate. Politicile destinate îmbunătățirii capacității de producție a zonei euro, îndeosebi în sectorul energetic, pot contribui la reducerea presiunilor asupra prețurilor pe termen mediu. În acest scop, autoritățile guvernamentale ar trebui să

implementeze prompt planurile de investiții și de reforme structurale prevăzute în cadrul programului „Next Generation EU”. Reformarea cadrului de guvernanță economică al UE ar trebui finalizată rapid.

Inflația

Inflația s-a redus la 8,5% în luna februarie. Această diminuare a fost rezultatul unei noi scăderi accentuate a prețurilor produselor energetice. În schimb, dinamica prețurilor alimentelor s-a intensificat în continuare, ajungând la 15,0%, în condițiile în care creșterea vertiginoasă anterioară a costurilor produselor energetice și ale altor factori de producție în industria alimentară încă se repercutează asupra prețurilor de consum.

Totodată, presiunile inflaționiste la nivelul inflației de bază rămân puternice. Inflația exclusiv produse energetice și alimente s-a accelerat la 5,6% în luna februarie, alți indicatori ai inflației de bază menținându-se, de asemenea, la niveluri ridicate. Dinamica prețurilor produselor industriale non-energetice a crescut la 6,8% în februarie, reflectând cu precădere efectele întârziate ale blocajelor anterioare la nivelul ofertei și ale prețurilor ridicate ale produselor energetice. Și inflația măsurată prin prețurile serviciilor, care a urcat la 4,8% în februarie, este încă alimentată de propagarea treptată a majorărilor anterioare ale costurilor produselor energetice, de manifestarea cererii reprimite asociată redeschiderii economiei și de majorările salariale.

Presiunile salariale s-au intensificat pe seama piețelor robuste ale forței de muncă și a demersurilor angajaților vizând recuperarea unei părți din puterea de cumpărare pierdută ca urmare a inflației ridicate. De asemenea, numeroase firme au fost în măsură să își majoreze marjele de profit în sectoare confruntate cu o ofertă limitată și o relansare a cererii. În același timp, cea mai mare parte a măsurilor anticipațiilor privind inflația pe termen mai lung se situează, în prezent, la circa 2%, deși necesită continuarea monitorizării, având în vedere mai ales volatilitatea recentă a anticipațiilor privind inflația bazate pe piață.

Ajustarea pronunțată a piețelor energiei a condus la o reducere semnificativă a presiunilor asupra prețurilor, în prezent estimându-se că inflația va scădea într-un ritm mai rapid. Dinamica prețurilor produselor energetice, care a atins nivelul maxim de peste 40% în toamna anului trecut, ar trebui să devină negativă în a doua jumătate a anului 2023, pe seama reducerii prețurilor materiilor prime sub nivelurile înregistrate înainte de invadarea Ucrainei de către Rusia, a unor efecte de bază puternice și a aprecierii cursului de schimb al euro. Perspectivele mai favorabile ale prețurilor materiilor prime energetice presupun că măsurile fiscale ar trebui să dețină un rol relativ

mai puțin important în reducerea prețurilor produselor energetice în 2023 și, odată cu retragerea măsurilor, se anticipează în prezent un reviriment mai modest al dinamicii prețurilor produselor energetice în 2024.

Potrivit estimărilor, corecția ratelor inflației aferente altor componente ale indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) va începe ceva mai târziu, în condițiile în care presiunile din partea costurilor generate de transmisia costurilor, îndeosebi la nivelul dinamicii prețurilor alimentelor, precum și efectele persistente determinate de blocajele anterioare la nivelul ofertei și de redeschiderea economiei vor continua să se manifeste pe termen scurt. Se anticipează că inflația totală va scădea sub 3,0% până la sfârșitul anului 2023 și se va stabiliza la 2,9% în 2024, urmând să se modereze în continuare până la nivelul țintei de inflație de 2,0% în trimestrul III 2025 și să înregistreze o valoare medie de 2,1% pentru anul respectiv. Spre deosebire de inflația totală, inflația de bază, măsurată prin rata inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente, va fi, în medie, mai ridicată în 2023 decât în 2022, reflectând impactul întârziat asociat cu efectele indirecte generate atât de prețurile ridicate ale produselor energetice consemnate anterior, cât și de deprecierea puternică a monedei euro înregistrată anterior, care va predomina pe termen scurt. Efectele exercitate asupra inflației de bază de reducerile mai recente ale prețurilor produselor energetice și aprecierea recentă a euro vor fi resimțite doar ulterior în cadrul orizontului de proiecție. Scăderea anticipată a inflației pe termen mediu reflectă, de asemenea, impactul gradual al normalizării politicii monetare. Cu toate acestea, condițiile restrictive de pe piețele forței de muncă și efectele de compensare a inflației implică anticiparea unei creșteri a salariilor în ritmuri net superioare mediilor istorice și, până la sfârșitul orizontului de proiecție, situarea acestora, în termeni reali, la niveluri apropiate de cele din trimestrul I 2022. Comparativ cu proiecțiile din luna decembrie 2022, inflația totală a fost revizuită în sens descendent pe întregul orizont de proiecție (cu 1,0 puncte procentuale pentru 2023, cu 0,5 puncte procentuale pentru 2024 și cu 0,2 puncte procentuale pentru 2025). Revizuirea substanțială în sens descendent pentru anul 2023 este determinată de evoluțiile semnificative neprevăzute în sensul scăderii asociate dinamicii prețurilor produselor energetice din ultimele luni și de ipotezele privind reducerea mult mai pronunțată a acestora, compensate parțial de datele peste așteptări privind inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente. Pentru anii 2024 și 2025, revizuirile în sens descendent se referă la un impact mai redus asupra dinamicii prețurilor produselor energetice exercitat de retragerea măsurilor fiscale, la atenuarea mai puternică a efectelor indirecte și la propagarea tot mai semnificativă a aprecierii recente a euro.

Evaluarea riscurilor

Balanța riscurilor la adresa perspectivelor creșterii economice este înclinată în sensul scăderii. Tensiunile persistent ridicate de pe piețele financiare ar putea înăspri mai puternic decât s-a anticipat condițiile generale de creditare și ar putea afecta încrederea. Războiul nejustificat al Rusiei împotriva Ucrainei și a poporului acestei țări continuă să reprezinte un risc semnificativ în sensul scăderii la adresa economiei și ar putea alimenta din nou creșterea costurilor produselor energetice și ale alimentelor. O încetinire mai pronunțată decât s-a anticipat a economiei mondiale ar putea constitui, de asemenea, un factor inhibitor suplimentar la adresa creșterii în zona euro. Cu toate acestea, companiile s-ar putea adapta mai rapid la contextul internațional dificil, ceea ce, alături de disiparea șocului prețurilor produselor energetice, ar putea genera o creștere economică superioară celei estimate în prezent.

Riscurile în sensul creșterii la adresa inflației includ presiunile existente din partea costurilor, care ar putea încă alimenta, chiar peste așteptări, majorarea prețurilor cu amănuntul pe termen scurt. O serie de factori interni, precum creșterea persistentă a anticipațiilor privind inflația peste nivelul țintei Consiliului guvernatorilor sau majorări salariale și ale marjelor de profit superioare celor estimate, ar putea determina o accelerare a inflației, inclusiv pe termen mediu. Totodată, un reviriment economic peste așteptări în China ar putea da un nou impuls prețurilor materiilor prime și cererii externe. Riscurile în sensul scăderii la adresa inflației includ tensiunile persistent ridicate de pe piețele financiare, care ar putea conduce la accelerarea dezinflației. În plus, reducerea prețurilor produselor energetice s-ar putea concretiza într-o diminuare a presiunilor din partea inflației de bază și a câștigurilor salariale. Moderarea cererii, inclusiv pe seama unei decelerări mai puternice a creditării bancare sau a unei transmisii mai robuste decât cea proiectată a politicii monetare, ar contribui, de asemenea, la presiuni mai reduse decât cele anticipate în prezent asupra prețurilor, în special pe termen mediu.

Condițiile financiare și monetare

Ratele dobânzilor pe piață s-au majorat considerabil în săptămânile ulterioare ședinței Consiliului guvernatorilor din luna februarie. Această creștere s-a inversat însă puternic în perioada premergătoare ședinței din luna martie, în contextul tensiunilor severe de pe piețele financiare. Costul creditării bancare a firmelor din zona euro a devenit mai ridicat. Creditarea firmelor s-a moderat în continuare, pe seama cererii mai scăzute și a condițiilor mai restrictive asociate ofertei de credite. Și împrumuturile acordate populației au devenit mai costisitoare, îndeosebi ca urmare a majorării ratelor dobânzilor la creditele ipotecare.

Această creștere a costurilor creditării și, în consecință, scăderea cererii, alături de standardele mai restrictive de creditare, au condus la încetinirea în continuare a dinamicii împrumuturilor acordate populației. Pe fondul acestei dinamici mai modeste a împrumuturilor, creșterea masei monetare a consemnat o decelerare pronunțată, generată de componentele sale cele mai lichide.

Deciziile de politică monetară

Pe baza evaluării sale actuale, Consiliul guvernatorilor a decis să majoreze cu 50 puncte de bază cele trei rate ale dobânzilor reprezentative ale BCE. În consecință, rata dobânzii la operațiunile principale de refinanțare și ratele dobânzilor la facilitatea de creditare marginală și la facilitatea de depozit au fost majorate la 3,50%, 3,75% și, respectiv, 3,00% începând cu data de 22 martie 2023.

Portofoliul aferent programului de achiziționare de active (*asset purchase programme* – APP) se reduce într-un ritm măsurat și previzibil, în condițiile în care Eurosistemul nu reinvestește în totalitate principalul aferent titlurilor ajunse la scadență. Scăderea va fi, în medie, de 15 miliarde euro pe lună până la finele lunii iunie 2023, ritmul ulterior al acesteia urmând să fie determinat în timp. În ceea ce privește programul de achiziționare în regim de urgență în caz de pandemie (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP), Consiliul guvernatorilor intenționează să reinvestească principalul aferent titlurilor ajunse la scadență achiziționate în cadrul programului cel puțin până la sfârșitul anului 2024. În orice caz, reducerea progresivă în viitor a portofoliului PEPP va fi gestionată astfel încât să se evite o interferență cu orientarea adecvată a politicii monetare. Consiliul guvernatorilor va continua să aplice o abordare flexibilă în ceea ce privește reinvestirea răscumpărărilor de titluri ajunse la scadență în cadrul portofoliului aferent PEPP, în vederea contracarării riscurilor asociate pandemiei la adresa mecanismului de transmisie a politicii monetare.

Pe măsură ce băncile rambursează sumele împrumutate în cadrul operațiunilor țintite de refinanțare pe termen mai lung, Consiliul guvernatorilor va evalua periodic modul în care operațiunile țintite de creditare contribuie la orientarea politicii sale monetare.

Concluzii

În concluzie, inflația este proiectată să rămână prea ridicată o perioadă prea îndelungată. Prin urmare, Consiliul guvernatorilor a decis, în cadrul ședinței din martie, să majoreze cu 50 puncte de bază cele trei rate ale dobânzilor reprezentative ale BCE, în concordanță cu hotărârea sa de a asigura

revenirea la momentul oportun a inflației la nivelul țintei de 2% pe termen mediu.

Nivelul ridicat de incertitudine întărește importanța adoptării unei abordări bazate pe date în ceea ce privește deciziile viitoare privind ratele dobânzilor de politică monetară, care vor fi determinate de evaluarea Consiliului guvernatorilor privind perspectivele inflației pe baza noilor date economice și financiare, de dinamica inflației de bază, precum și de robustețea transmisiei politicii monetare.

Consiliul guvernatorilor este pregătit să își ajusteze toate instrumentele în limitele mandatului său pentru a asigura revenirea inflației la nivelul țintei de 2% pe termen mediu și pentru a menține funcționarea fără sincope a transmisiei politicii monetare.

© Banca Centrală Europeană, 2023

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-23-001-RO-N (pdf)