



Evoluții economice și monetare

Sinteză

Inflația se situează pe o traiectorie descendentă, dar este proiectată să se mențină prea ridicată pe o perioadă prea îndelungată. Consiliul guvernatorilor este hotărât să asigure revenirea la momentul oportun a inflației la nivelul țintei de 2% pe termen mediu și, prin urmare, a decis în cadrul ședinței din data de 15 iunie 2023 să majoreze cu 25 puncte de bază cele trei rate ale dobânzilor reprezentative ale BCE.

Această majorare reflectă evaluarea actualizată a Consiliului guvernatorilor privind perspectivele inflației, dinamica inflației de bază și robustețea transmisiei politicii monetare. Conform proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna iunie 2023, se estimează că inflația totală se va situa, în medie, la 5,4% în 2023, la 3,0% în 2024 și la 2,2% în 2025. Indicatorii presiunilor inflaționiste la nivelul inflației de bază se mențin la valori ridicate, deși unii prezintă primele indicii de temperare. Experții și-au revizuit în sens ascendent proiecțiile privind inflația exclusiv produse energetice și alimente, îndeosebi pentru anul acesta și pentru anul viitor, pe seama evoluțiilor anterioare peste așteptări și a implicațiilor pieței robuste a forței de muncă asupra ritmului dezinflației. Aceștia consideră, în prezent, că inflația exclusiv produse energetice și alimente va ajunge la 5,1% în 2023, urmând să se reducă la 3,0% în 2024 și 2,3% în 2025. Experții și-au redus ușor proiecțiile privind creșterea economică pentru anul acesta și pentru anul viitor. Aceștia anticipează, în prezent, o creștere economică de 0,9% în 2023, 1,5% în 2024 și 1,6% în 2025.

În același timp, majorările anterioare ale ratelor dobânzilor efectuate de Consiliul guvernatorilor se transmit de o manieră solidă la nivelul condițiilor de finanțare și produc gradual efecte la nivelul întregii economii. Costurile creditării au înregistrat o creștere abruptă, dinamica împrumuturilor consemnând o încetinire. Condițiile de finanțare mai restrictive reprezintă unul dintre motivele principale pentru care se proiectează diminuarea în continuare a inflației în direcția țintei, întrucât se estimează că acestea vor frâna tot mai mult cererea.

Deciziile viitoare ale Consiliului guvernatorilor vor asigura că ratele dobânzilor reprezentative ale BCE vor fi stabilite la niveluri suficient de restrictive pentru revenirea la momentul oportun a inflației la nivelul țintei de 2% pe termen mediu și vor fi menținute la nivelurile respective atât timp cât va fi necesar. Consiliul guvernatorilor va continua să urmeze o abordare bazată pe date pentru a determina nivelul de restrictivitate și durata corespunzătoare de aplicare a acesteia. Mai exact, deciziile Consiliului guvernatorilor privind ratele dobânzilor se vor baza în continuare pe evaluarea sa privind perspectivele inflației în funcție de noile date economice și financiare, de dinamica inflației de bază, precum și de robustețea transmisiei politicii monetare.

Consiliul guvernatorilor a confirmat că va sista reinvestirile în cadrul programului de achiziționare de active (APP) începând cu luna iulie 2023.

Activitatea economică

Economia mondială a început anul pe o poziție mai solidă comparativ cu trimestrul IV 2022, pe fondul redeschiderii economiei chineze și rezilienței piețelor forței de muncă din SUA. Activitatea economică globală a fost impulsionată în principal de sectorul serviciilor, în timp ce producția în industria prelucrătoare se menține relativ modestă. Repercusiunile problemelor din sectorul bancar american de la începutul lunii martie au condus la o perioadă scurtă de tensiuni acute pe piețele financiare internaționale. Între timp, majoritatea categoriilor de active și-au recuperat pierderile din perioada respectivă, iar participanții pe piețele financiare și-au revizuit, de asemenea, în jos anticipațiile privind traiectoria viitoare a întăririi politicii monetare de către Fed. Totuși, incertitudinile persistente se suprapun influențelor nefavorabile asupra creșterii economice globale, generate printre altele de inflația ridicată, înăsprirea condițiilor financiare pe plan internațional, precum și de tensiunile geopolitice. În acest context, perspectivele creșterii globale și ale inflației din cadrul proiecțiilor din luna iunie 2023 se mențin, în linii mari, neschimbate comparativ cu proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna martie 2023. Revizuirea marginală în sens ascendent a creșterii economice globale din anul 2023 se datorează cu precădere redresării mai robuste decât s-a anticipat anterior a cererii din China în primul trimestru, contrabalansată parțial de impactul advers al înăsprirea condițiilor financiare și de creditare din SUA și alte economii dezvoltate. Perspectivele inflației au fost revizuite în sens ușor ascendent pentru anul 2024, reflectând condițiile restrictive de pe piața forței de muncă și dinamica salarială în continuare alertă din economiile avansate, în timp ce scăderea cotațiilor materiilor prime a determinat revizuirea în sens ușor descendent a inflației prognozate pentru anul 2023. Conform proiecțiilor, dinamica schimburilor comerciale internaționale va fi mult mai lentă față de cea a PIB real în acest

an, având în vedere că structura cererii globale se bazează mai puțin pe schimburile comerciale. Perspectivele schimburilor comerciale internaționale pentru anul 2023 au fost revizuite în sens descendent, deși în mare măsură pe seama unor efecte de report negative considerabile din trimestrul IV 2022 și a rezultatelor modeste din principalele economii în primul trimestru.

Economia zonei euro a consemnat o stagnare în ultimele luni. Similar trimestrului IV 2022, aceasta s-a contractat cu 0,1% în trimestrul I 2023, pe fondul scăderii consumului privat și public. Creșterea economică este probabil să rămână modestă pe termen scurt, dar să se intensifice pe parcursul anului, în condițiile în care inflația scade și perturbările la nivelul ofertei continuă să se reducă. Situația diferitelor sectoare ale economiei este neuniformă: industria prelucrătoare continuă să înregistreze un declin, parțial pe seama cererii globale mai reduse și a condițiilor de finanțare mai restrictive din zona euro, în timp ce serviciile se mențin reziliente.

Piața forței de muncă rămâne o sursă de robustețe. Aproape un milion de noi locuri de muncă au fost create în primul trimestru al anului, iar rata șomajului s-a menținut la nivelul minim istoric de 6,5% în luna aprilie. Și numărul mediu de ore lucrate a crescut, deși este încă relativ inferior nivelului prepandemic.

Conform proiecțiilor din luna iunie 2023, se anticipează că economia își va relua creșterea în trimestrele următoare, pe fondul moderării prețurilor produselor energetice, al consolidării cererii externe și al soluționării blocajelor la nivelul ofertei, care permite firmelor să continue să își diminueze portofoliile semnificative de comenzi restante, precum și al disipării în continuare a incertitudinilor, inclusiv a celor legate de tensiunile recente din sectorul bancar. În plus, se previzionează o ameliorare a veniturilor reale, sprijinită de o piață robustă a forței de muncă, șomajul atingând noi minime istorice pe orizontul de proiecție. Întărirea politicii monetare a BCE se va resimți tot mai mult la nivelul economiei reale, afectând – alături de retragerea treptată a sprijinului fiscal – creșterea economică pe termen mediu. Pe ansamblu, se anticipează o încetinire a ritmului mediu anual de creștere a PIB real la 0,9% în 2023 (de la 3,5% în 2022), urmată de o revigorare la 1,5% în 2024 și 1,6% în 2025. Comparativ cu proiecțiile din luna martie 2023, perspectivele creșterii PIB au fost revizuite în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale pentru anii 2023 și 2024, reflectând, în principal, condiții de finanțare mai restrictive. Creșterea PIB în 2025 rămâne nemodificată, în condițiile în care se estimează că aceste efecte vor fi parțial compensate de impactul majorării veniturilor disponibile reale și al reducerii incertitudinilor.

Se anticipează că perspectivele fiscale pentru zona euro se vor îmbunătăți pe parcursul orizontului de proiecție. După scăderea semnificativă din 2022, se preconizează că deficitul bugetar al zonei euro va continua să se reducă

într-un ritm mai lent în perioada 2023-2024 și doar marginal în 2025 (până la 2,5% din PIB). Contractia soldului bugetar la finalul orizontului de proiectie comparativ cu 2022 se explica prin ameliorarea soldului primar ajustat ciclic și, în mai mică măsură, printr-o componentă fiscală ciclică mai favorabilă, în timp ce ponderea plăților de dobânzi în PIB crește treptat pe parcursul orizontului de proiectie. Conform proiecțiilor, datoria zonei euro va continua să scadă, deși într-un ritm mai lent după 2022, și să ajungă la 87,3% din PIB până în anul 2025. Această evoluție 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 în PIB se vor menține peste nivelurile din perioada pre-pandemie. Comparativ cu proiecțiile din luna martie 2023, soldul bugetar se menține, în linii mari, nemodificat la sfârșitul orizontului de proiectie, în timp ce ponderea datoriei în PIB a fost revizuită în sens ușor ascendent pentru perioada 2023-2025, în principal pe seama diferențialelor mai puțin favorabile dintre rata dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB.

Pe fondul atenuării crizei energetice, autoritățile guvernamentale ar trebui să retragă cu promptitudine și în mod concertat măsurile de sprijin aferente, pentru a evita intensificarea presiunilor inflaționiste pe termen mediu, ceea ce ar necesita un răspuns mai ferm din partea politicii monetare. Politicile fiscale ar trebui concepute astfel încât să sporească productivitatea economiei zonei euro și să diminueze progresiv nivelul ridicat al datoriei publice. Politicile destinate îmbunătățirii capacității de producție a zonei euro, îndeosebi în sectorul energetic, pot contribui, de asemenea, la reducerea presiunilor asupra prețurilor pe termen mediu. Reformarea cadrului de guvernare economică al UE ar trebui finalizată în curând.

Inflația

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, inflația a continuat să se reducă, atingând 6,1% în luna mai, față de 7,0% în aprilie. Scăderea a fost generalizată. Dinamica prețurilor produselor energetice, care s-a intensificat în aprilie, și-a reluat trendul descendent și a consemnat o valoare negativă în mai. Componenta „alimente” a înregistrat o nouă moderare, dar s-a menținut la un nivel ridicat, respectiv 12,5%.

Inflația exclusiv produse energetice și alimente s-a contractat în mai pentru a doua lună consecutiv, ajungând la 5,3%, față de 5,6% în aprilie. Dinamica prețurilor bunurilor a continuat să se reducă, până la 5,8%, comparativ

cu 6,2% în aprilie. Inflația măsurată prin prețurile serviciilor a înregistrat o scădere, pentru prima dată în ultimele luni, de la 5,2% la 5,0%. Indicatorii presiunilor inflaționiste la nivelul inflației de bază se mențin la valori ridicate, deși unii prezintă primele indicii de temperare.

Majorările anterioare ale costurilor produselor energetice încă alimentează creșterea prețurilor la nivelul întregii economii. Manifestarea cererii reprimată asociată redeschiderii economiei continuă, de asemenea, să impulsioneze inflația, în special în sectorul serviciilor. Presiunile salariale, care reflectă parțial plăți conjuncturale, devin o sursă tot mai importantă de inflație. Remunerarea pe salariat a crescut cu 5,2% în trimestrul I 2023, iar salariile negociate, cu 4,3%. De asemenea, firmele din unele sectoare au fost în măsură să mențină profiturile la niveluri relativ ridicate, îndeosebi acolo unde cererea a depășit oferta. Deși cea mai mare parte a măsurilor anticipațiilor privind inflația pe termen mai lung se situează, în prezent, la circa 2%, unii indicatori se mențin la valori ridicate și necesită o monitorizare atentă.

Conform proiecțiilor din luna iunie 2023, în condițiile în care se așteaptă ca dinamica prețurilor produselor energetice să coboare tot mai adânc în teritoriul negativ pe tot parcursul anului 2023, iar cea a prețurilor alimentelor să consemneze o temperare pronunțată, se previzionează că inflația totală va continua să se reducă, până la circa 3% în ultimul trimestru al anului. Totuși, conform proiecțiilor, inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente va depăși inflația totală pe termen scurt și se va menține la niveluri superioare acesteia până în prima parte a anului 2024, deși va urma o traiectorie descendentă graduală începând cu a doua jumătate a anului 2023. Pe măsura estompării treptate a efectelor indirecte exercitate de șocurile anterioare ale prețurilor produselor energetice și de alte presiuni inflaționiste din partea costurilor, care se află la baza scăderii anticipate, costurile cu forța de muncă vor deveni principalul factor determinant al inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente. Se anticipează că dinamica salarială se va menține peste dublul mediei sale istorice pentru cea mai mare parte a orizontului de proiecție, ca urmare a măsurilor de compensare a inflației și a condițiilor restrictive de pe piața forței de muncă, precum și a majorărilor salariilor minime. Cu toate acestea, se estimează că marjele de profit, care au înregistrat o creștere semnificativă în 2022, vor acționa, parțial, ca un amortizor împotriva propagării acestor costuri pe termen mediu. În plus, politica monetară ar trebui să frâneze în continuare inflația de bază în anii următori. În ansamblu, se anticipează că inflația totală se va reduce, în medie, de la 8,4% în anul 2022 la 5,4% în 2023, la 3,0% în 2024 și la 2,2% în 2025. Comparativ cu proiecțiile din luna martie 2023, aceasta a fost revizuită în sens ușor ascendent pe parcursul întregului orizont de proiecție. Aceasta se datorează în principal

unei revizuirii semnificative în sens ascendent a inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente, care reflectă revizuirii generate de rezultatele recente peste așteptări privind inflația și de o ușoară majorare a costurilor unitare cu forța de muncă, care anulează complet efectul ipotezelor privind reducerea prețurilor produselor energetice și al condițiilor de finanțare mai restrictive.

Evaluarea riscurilor

În opinia Consiliului guvernatorilor, perspectivele creșterii economice și cele ale inflației rămân deosebit de incerte. Printre riscurile în sensul scăderii la adresa creșterii economice se numără războiul nejustificat dus de Rusia în Ucraina și intensificarea tensiunilor geopolitice pe scară mai largă, care ar putea conduce la o fragmentare a schimburilor comerciale internaționale și, implicit, ar afecta economia zonei euro. Creșterea economică ar putea fi, de asemenea, mai lentă, dacă efectele politicii monetare sunt mai intense decât s-a proiectat. Reintensificarea tensiunilor pe piețele financiare ar putea conduce la o înăsprire și mai puternică decât s-a anticipat a condițiilor de finanțare și ar putea eroda încrederea. Totodată, creșterea mai modestă a economiei mondiale ar putea frâna în continuare activitatea economică în zona euro. Cu toate acestea, creșterea economică ar putea fi peste așteptări în cazul în care robustețea pieței forței de muncă și reducerea incertitudinilor stimulează încrederea și, implicit, cheltuielile populației și ale firmelor.

Riscurile în sensul creșterii la adresa inflației includ o posibilă reintensificare a presiunilor în sens ascendent asupra costurilor produselor energetice și ale alimentelor, inclusiv în legătură cu războiul dus de Rusia în Ucraina. Plasarea îndelungată a anticipațiilor privind inflația peste nivelul țintei Consiliului guvernatorilor sau majorări salariale ori ale marjelor de profit superioare celor estimate ar putea conduce, de asemenea, la accelerarea inflației, inclusiv pe termen mediu. Acordurile salariale recente din mai multe țări accentuează riscurile în sensul creșterii la adresa inflației. În schimb, reintensificarea tensiunilor pe piețele financiare ar putea reduce inflația mai rapid decât s-a proiectat. Diminuarea cererii, de exemplu ca urmare a unei transmisii mai robuste a politicii monetare, ar determina, de asemenea, atenuarea presiunilor asupra prețurilor, în special pe termen mediu. În plus, inflația s-ar reduce mai rapid dacă diminuarea prețurilor produselor energetice și decelerarea creșterii prețurilor alimentelor s-ar propaga la nivelul altor bunuri și servicii cu mai multă rapiditate decât se anticipează în prezent.

Condițiile financiare și monetare

Întărirea politicii monetare continuă să se reflecte la nivelul ratelor dobânzilor fără risc și al condițiilor de finanțare generale. Pentru bănci, condițiile de finanțare sunt mai restrictive, iar pentru firme și populație, costul creditului devine mai ridicat. În luna aprilie, ratele dobânzilor la creditele bancare au atins cel mai înalt nivel din ultimii peste 10 ani, situându-se la 4,4% pentru împrumuturile acordate firmelor și la 3,4% pentru creditele ipotecare.

Ratele mai ridicate ale dobânzilor la împrumuturi, alături de condițiile mai restrictive asociate ofertei de credite și cererea mai scăzută de împrumuturi, au temperat în continuare ritmul de creștere a creditului. Variația anuală a împrumuturilor acordate firmelor s-a redus din nou în aprilie, ajungând la 4,6%. Variațiile lunare au fost, în medie, negative începând cu luna noiembrie 2022. Creditele acordate populației s-au majorat într-un ritm anual de 2,5% în aprilie și au înregistrat numai o creștere marginală de la o lună la alta. Nivelul scăzut al creditării bancare și reducerea bilanțului Eurosistemului au condus la moderarea în continuare a dinamicii anuale a masei monetare în sens larg până la 1,9% în aprilie. Variațiile lunare ale acestui agregat au fost negative din luna decembrie.

În concordanță cu strategia sa de politică monetară, Consiliul guvernatorilor a efectuat o evaluare aprofundată a legăturilor dintre politica monetară și stabilitatea financiară. Perspectivele stabilității financiare au rămas dificile de la ultima evaluare din luna decembrie 2022. Condițiile de finanțare mai restrictive determină majorarea costurilor de finanțare ale băncilor și a riscului de credit asociat creditelor curente. Alături de tensiunile recente din sistemul bancar american, acești factori ar putea genera stres sistemic și ar putea frâna creșterea economică pe termen scurt. O altă influență nefavorabilă asupra rezilienței sectorului financiar este reprezentată de o contracție a piețelor imobiliare, care ar putea fi amplificată de costurile mai ridicate ale creditării și de o creștere a șomajului. Pe de altă parte, băncile din zona euro au poziții solide de capital și de lichiditate, care atenuază aceste riscuri la adresa stabilității financiare. Politica macroprudențială rămâne prima linie de apărare împotriva acumulării de vulnerabilități financiare.

Deciziile de politică monetară

În cadrul ședinței din data de 15 iunie 2023, Consiliul guvernatorilor a decis să majoreze cu 25 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 4,00%, 4,25% și, respectiv, 3,50% începând cu data de 21 iunie 2023.

Portofoliul aferent APP se reduce într-un ritm măsurat și previzibil, în condițiile în care Eurosistemul nu mai 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. Consiliul guvernatorilor va sista reinvestirile în cadrul APP începând cu luna iulie 2023.

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 răscumpărilor 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 și rambursările în curs contribuie la orientarea politicii sale monetare.

Concluzii

Inflația se situează pe o traiectorie descendentă, dar este proiectată să se mențină prea ridicată pe o perioadă prea îndelungată. Prin urmare, Consiliul guvernatorilor a decis, în cadrul ședinței din data de 15 iunie 2023, să majoreze cu 25 puncte de bază cele trei rate ale dobânzilor reprezentative ale BCE, având în vedere hotărârea sa de a asigura revenirea la momentul oportun a inflației la nivelul țintei de 2% pe termen mediu.

Deciziile viitoare ale Consiliului guvernatorilor vor asigura că ratele dobânzilor reprezentative ale BCE vor fi aduse la niveluri suficient de restrictive pentru revenirea la momentul oportun a inflației la nivelul țintei de 2% pe termen mediu și vor fi menținute la nivelurile respective atât timp cât va fi necesar. Consiliul guvernatorilor va continua să urmeze o abordare bazată pe date

pentru a determina nivelul de restrictivitate și durata corespunzătoare de aplicare a acesteia. Mai exact, deciziile privind ratele dobânzilor se vor baza în continuare pe evaluarea Consiliului guvernatorilor privind perspectivele inflației în funcție de noile date economice și financiare, de dinamica inflației de bază, precum și de robustețea transmisiei politicii monetare.

În orice caz, Consiliul guvernatorilor este pregătit să își ajusteze toate instrumentele în limitele mandatului său pentru a asigura revenirea inflației la nivelul țintei 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-23-002-RO-N (pdf)