



Evoluții economice și monetare

Sinteză

În cadrul ședinței de politică monetară din data de 10 septembrie 2020, Consiliul guvernatorilor a decis menținerea nemodificată a orientării acomodative a politicii monetare. Informațiile care au devenit disponibile sugerează un revirement puternic, dar incomplet, al activității economice, în linii mari în concordanță cu anticipațiile precedente, deși nivelul acesteia se menține mult sub cele înregistrate înaintea pandemiei de coronavirus (COVID-19). Deși activitatea în industria prelucrătoare a continuat să se îmbunătățească, ritmul de creștere a acesteia în sectorul serviciilor a consemnat recent o relativă încetinire. Robustețea redresării rămâne grevată de incertitudini pronunțate, în condițiile în care aceasta continuă să fie puternic dependentă de evoluția viitoare a pandemiei și de reușita politicilor de izolare. Cererea internă în zona euro a înregistrat o redresare semnificativă de la niveluri scăzute, deși gradul ridicat de incertitudine privind perspectivele economice continuă să afecteze cheltuielile de consum și investițiile corporative. Inflația totală este inhibată de prețurile scăzute ale produselor energetice și de presiunile reduse asupra prețurilor în contextul cererii modeste și al deficitului semnificativ de cerere pe piața forței de muncă. În aceste condiții, un stimul monetar substanțial rămâne necesar pentru a sprijini redresarea economică și a menține stabilitatea prețurilor pe termen mediu. Prin urmare, Consiliul guvernatorilor a decis să reconfirme orientarea acomodativă a politicii monetare în cadrul ședinței din data de 10 septembrie 2020.

Evaluarea condițiilor economice și monetare la momentul ședinței Consiliului guvernatorilor din data de 10 septembrie 2020

Pandemia de coronavirus rămâne principala sursă de incertitudini pentru economia globală. După ce a consemnat o stabilizare temporară aproximativ la jumătatea lunii mai, care a condus la ridicarea treptată a măsurilor de izolare, numărul zilnic de cazuri noi a reînceput să crească în ultima perioadă, alimentând temerile referitoare la reînscriserea infectărilor cu

coronavirus pe o traiectorie puternic ascendentă. Aceste temeri afectează încrederea consumatorilor. Datele care au devenit disponibile confirmă că activitatea economică pe plan global a atins un minim în al doilea trimestru și a început să se redreseze în concordanță cu ridicarea progresivă a măsurilor de izolare începând cu jumătatea lunii mai. Proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2020 preconizează o scădere cu 3,7% a PIB real mondial (exceptând zona euro) în anul curent, urmată de o creștere cu 6,2% în 2021 și 3,8% în 2022. Schimburile comerciale internaționale vor consemna o contracție mai pronunțată, având în vedere atât caracterul puternic prociclic al acestora, în special în perioadele de declin economic, cât și natura deosebită a crizei COVID-19, care a determinat perturbări la nivelul lanțurilor de producție globale și majorarea costurilor comerciale ca urmare a măsurilor de izolare. Balanța riscurilor asociate perspectivelor economice globale este în continuare înclinată în sensul unui nivel mai redus al activității, pe fondul persistenței incertitudinilor referitoare la evoluția pandemiei, care ar putea avea repercusiuni de lungă durată asupra economiei mondiale. Alte riscuri în sensul scăderii sunt legate de rezultatul negocierilor privind *Brexit*, intensificarea protecționismului în planul schimburilor comerciale, precum și de efectele negative pe termen mai lung asupra lanțurilor globale de aprovizionare.

Deși condițiile financiare din zona euro au continuat să se relaxeze într-o oarecare măsură ulterior ședinței Consiliului guvernatorilor din luna iunie 2020, acestea nu au revenit încă la nivelurile înregistrate anterior pandemiei de coronavirus. În perioada analizată, cuprinsă între 4 iunie și 9 septembrie 2020, curba ratelor *forward* EONIA (*euro overnight index average*) s-a deplasat ușor în jos și, în pofida ușoarei inversări consemnate pe scadențele scurte, nu semnaleză anticipații ferme privind o reducere iminentă a ratelor dobânzilor. *Spread*-urile aferente obligațiunilor suverane pe termen lung din zona euro s-au diminuat în perioada analizată, în contextul unui mix de măsuri de sprijin de natură monetară și fiscală. Prețurile activelor cu grad de risc au înregistrat o relativă majorare, în principal pe fondul unor perspective în general mai favorabile privind câștigurile pe termen scurt. Pe piețele valutare, euro a consemnat o apreciere relativ puternică în termeni ponderați cu volumul schimburilor comerciale și în raport cu dolarul american.

În trimestrul II 2020, PIB real în zona euro s-a contractat cu 11,8% față de intervalul precedent. Datele noi și cele din sondaje indică redresarea în continuare a economiei zonei euro și sugerează o revigorare a PIB în trimestrul III, în pofida menținerii sub nivelurile din perioada precizată. În paralel cu revirimentul semnificativ al producției în sectorul industrial și în cel al serviciilor, există indicii privind o redresare notabilă a consumului. Recent, s-a consemnat o încetinire a ritmului de creștere în sectorul serviciilor comparativ cu industria prelucrătoare, care este vizibilă și în datele din sondaje pentru luna august. Creșterile înregistrate de ratele de infectare cu coronavirus în lunile de vară constituie influențe nefavorabile la adresa perspectivelor pe termen scurt. Într-o perspectivă mai îndelungată, o redresare în continuare susținută rămâne puternic dependentă de evoluția

pandemiei și de reușita măsurilor de izolare. Deși este probabil ca incertitudinile legate de evoluția pandemiei să afecteze robustețea redresării pe piața forței de muncă și la nivelul consumului și investițiilor, economia zonei euro ar trebui să fie sprijinită de condițiile favorabile de finanțare, de orientarea expansionistă a politicii fiscale și de consolidarea activității și cererii globale.

Această evaluare se reflectă, în linii mari, în proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2020. Proiecțiile relevă un ritm anual de creștere a PIB real de -8,0% în anul 2020, 5,0% în 2021 și 3,2% în 2022. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2020, perspectivele asociate dinamicii PIB real au fost revizuite în sens ascendent pentru anul 2020 și se mențin, în linii mari, neschimbate pentru 2021 și 2022. Având în vedere gradul deosebit de ridicat de incertitudine care grevează în prezent perspectivele, proiecțiile includ două scenarii alternative, respectiv unul moderat și altul sever, aferente diferitelor ipoteze privind evoluția pandemiei¹. În ansamblu, se consideră că balanța riscurilor la adresa perspectivelor creșterii economice pentru zona euro rămâne înclinată în sensul unui nivel mai redus al acestora. Această evaluare reflectă, în mare măsură, implicațiile economice și financiare încă incerte ale pandemiei.

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro a scăzut la -0,2% în luna august, față de 0,4% în iulie. Pe baza cotațiilor actuale și *futures* ale petrolului și luând în considerare reducerea temporară a cotei TVA în Germania, este probabil ca inflația totală să se mențină la valori negative în lunile următoare și să revină la niveluri pozitive la începutul anului 2021. De asemenea, pe termen scurt presiunile asupra prețurilor vor rămâne modeste, pe seama cererii scăzute, a presiunilor salariale mai reduse și a aprecierii cursului de schimb al euro, în pofida unor presiuni în sensul creșterii prețurilor asociate unor constrângeri la nivelul ofertei. Pe termen mediu, redresarea cererii, susținută de politici monetare și fiscale acomodative, va exercita presiuni în sensul creșterii asupra inflației. Indicatorii de piață ai anticipațiilor privind inflația pe termen mai lung au revenit la nivelurile consemnate înainte de pandemie, dar se mențin încă la niveluri foarte modeste, în timp ce măsurile calculate pe baza datelor din sondaje rămân la niveluri scăzute.

Această evaluare se reflectă, în linii mari, în proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2020, care anticipează o rată anuală a inflației de 0,3% în 2020, 1,0% în 2021 și 1,3% în 2022. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2020, perspectivele inflației se mențin neschimbate pentru anul 2020, au fost revizuite în sens ascendent pentru 2021 și rămân la același nivel pentru 2022. Proiecția neschimbată pentru

¹ A se vedea „[Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2020](#)”, publicate pe *website*-ul BCE în data de 10 septembrie 2020.

2022 maschează o revizuire în sens ascendent a inflației exclusiv produse energetice și alimente – reflectând parțial impactul pozitiv al măsurilor de politică monetară și fiscală –, care a fost, în mare măsură, anulată de traiectoria revizuită a prețurilor produselor energetice. Conform proiecțiilor, rata anuală a inflației IAPC, exclusiv produse energetice și alimente, va fi de 0,8% în 2020, 0,9% în 2021 și 1,1% în 2022.

Pandemia de coronavirus a exercitat în continuare o influență semnificativă asupra dinamicii masei monetare din zona euro. Ritmul expansiunii masei monetare (M3) a continuat să se intensifice, atingând 10,2% în iulie 2020, față de 9,2% în iunie. Creșterea puternică a masei monetare reflectă activitatea internă de creditare bancară și continuarea achizițiilor de active efectuate de Eurosistem, precum și considerații în scop preventiv, care favorizează o preferință sporită pentru lichiditate în sectorul deținător de monedă. Agregatul monetar în sens restrâns M1, care cuprinde cele mai lichide forme ale banilor, continuă să fie principalul determinant al dinamicii masei monetare în sens larg. Evoluțiile împrumuturilor acordate sectorului privat au fost în continuare influențate de impactul pandemiei de coronavirus asupra activității economice. Dinamica anuală a creditelor acordate societăților nefinanciare s-a menținut, în linii mari, stabilă în luna iulie, situându-se la 7,0%, față de 7,1% în iunie. Aceste ritmuri înalte de creștere reflectă necesarul ridicat de lichiditate al firmelor pentru cheltuielile curente și capitalul circulant și pentru constituirea în continuare de rezerve de lichiditate, deși revirimentul activității economice a condus la o relativă redresare a veniturilor acestora. Ritmul anual de creștere a creditelor acordate populației a rămas, de asemenea, stabil la 3,0% în luna iulie. Măsurile de politică monetară ale Consiliului guvernatorilor, alături de măsurile adoptate de autoritățile guvernamentale naționale și de instituțiile europene, vor continua să sprijine accesul la finanțare, inclusiv pentru entitățile afectate în cea mai mare măsură de ramificațiile pandemiei.

Pandemia de coronavirus continuă să exercite un impact deosebit de amplu asupra finanțelor publice din zona euro. Toate statele zonei euro au suportat costuri fiscale foarte însemnate asociate măsurilor vizând limitarea efectelor pandemiei, deși atât povara, cât și capacitatea de răspuns variază de la o țară la alta. Ca urmare a declinului economic și a sprijinului fiscal substanțial, se preconizează că soldul bugetului general consolidat din zona euro va consemna un deficit în creștere semnificativă în anul 2020, respectiv 8,8% din PIB, comparativ cu 0,6% în 2019. Ponderea deficitului este anticipată să se diminueze la 4,9% din PIB în anul 2021 și la 3,6% din PIB în 2022. Măsurile fiscale ample din anul 2020 au condus la deteriorarea în consecință a soldului primar ajustat ciclic, alături de o componentă ciclică negativă reflectând înrăutățirea situației macroeconomice. Se preconizează că ameliorarea ulterioară va fi determinată de retragerea treptată a măsurilor adoptate ca răspuns la situația de urgență și de îmbunătățirea situației ciclice. O orientare ambițioasă și coordonată a politicilor fiscale rămâne esențială, având în vedere contracția pronunțată a economiei zonei euro, deși măsurile ar trebui să fie țintite și să aibă un caracter temporar. În acest context, atât

pachetul în valoare de 540 miliarde euro aprobat de Consiliul European, constând în trei plase de siguranță, cât și pachetul „Next Generation EU” al Comisiei Europene, în valoare de 750 miliarde euro, care are potențialul de a oferi un sprijin semnificativ regiunilor și sectoarelor cel mai grav afectate de pandemie, sunt cât se poate de bine-venite.

Pachetul de măsuri de politică monetară

În concluzie, coroborarea rezultatului analizei economice cu semnalele evidențiate de analiza monetară a confirmat necesitatea unui grad amplu de acomodare monetară pentru convergența robustă a ratelor inflației către niveluri inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu. În aceste condiții, în data de 10 septembrie 2020, Consiliul guvernatorilor a reconfirmat setul de măsuri acomodative de politică monetară în vigoare.

1. Consiliul guvernatorilor a hotărât ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână nemodificate. 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.
2. Consiliul guvernatorilor a decis să continue efectuarea de achiziții în cadrul programului de achiziționare în regim de urgență în caz de pandemie (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) cu o valoare totală de 1 350 miliarde euro. Aceste achiziții contribuie la relaxarea orientării generale a politicii monetare, sprijinind astfel compensarea impactului în sensul scăderii al pandemiei asupra traiectoriei proiectate a inflației. Achizițiile vor continua să fie efectuate într-un mod flexibil în timp, la nivelul categoriilor de active și între jurisdicții. Aceasta permite Consiliului guvernatorilor să contracareze cu eficacitate riscurile la adresa transmisiei fără probleme a politicii monetare. Achizițiile nete de active în cadrul PEPP se vor efectua cel puțin până la sfârșitul lunii iunie 2021 și, în orice caz, până când Consiliul guvernatorilor va considera că faza de criză a pandemiei de coronavirus a fost depășită. Totodată, se va reinvesti principalul aferent titlurilor ajunse la scadență achiziționate în cadrul PEPP cel puțin până la sfârșitul anului 2022. 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.
3. Achizițiile nete în cadrul programului de achiziționare de active (*asset purchase programme* – APP) vor continua, într-un ritm lunar de 20 miliarde euro, alături de achizițiile efectuate în cadrul pachetului temporar suplimentar în valoare de 120 miliarde euro până la sfârșitul anului. Consiliul guvernatorilor anticipează în continuare derularea achizițiilor nete lunare de active în cadrul APP atât timp cât va fi necesar în vederea consolidării impactului acomodativ al ratelor de

politică monetară ale BCE și încetarea acestora puțin înainte de a iniția majorarea ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE. De asemenea, Consiliul guvernatorilor intenționează să continue reinvestirea, în totalitate, a principalului aferent titlurilor ajunse la scadență achiziționate în cadrul APP 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.

4. Nu în ultimul rând, Consiliul guvernatorilor va continua, de asemenea, să furnizeze un volum amplu de lichiditate prin intermediul operațiunilor sale de refinanțare. Mai exact, cea mai recentă operațiune din cadrul celei de-a treia serii de operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung (OTRTL III) a înregistrat un nivel de alocare a fondurilor foarte ridicat, sprijinind creditarea bancară a firmelor și populației.

Măsurile de politică monetară adoptate de Consiliul guvernatorilor de la începutul lunii martie furnizează un sprijin esențial pentru favorizarea redresării economiei zonei euro și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu. Mai exact, acestea sprijină condițiile de lichiditate și de finanțare din economie și contribuie la susținerea fluxului de credite pentru populație și firme, precum și la menținerea unor condiții favorabile de finanțare pentru toate sectoarele și jurisdicțiile. În același timp, în contextul actual caracterizat de incertitudini ridicate, Consiliul guvernatorilor va analiza cu atenție informațiile care devin disponibile, inclusiv evoluția cursului de schimb, în ceea ce privește implicațiile la adresa perspectivelor inflației pe termen mediu. Consiliul guvernatorilor este în continuare 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.

© 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-20-006-RO-N (pdf)