



## Evoluții economice și monetare

### Sinteză

Consiliul guvernatorilor a decis, în data de 8 septembrie 2022, să majoreze cu 75 puncte de bază cele trei rate ale dobânzilor reprezentative ale BCE. Prin această măsură substanțială se acordă o importanță predominantă începutului tranziției de la nivelul actual deosebit de acomodativ al ratelor dobânzilor de politică monetară către niveluri care vor asigura revenirea la momentul oportun a inflației la nivelul țintei BCE de 2% pe termen mediu. Pe baza evaluării sale actuale, Consiliul guvernatorilor anticipează că, în cadrul ședințelor următoare, va majora în continuare ratele dobânzilor pentru a frâna cererea și a proteja împotriva riscului unor valori crescute persistente ale anticipațiilor privind inflația. Consiliul guvernatorilor va reevalua periodic traiectoria politicii sale monetare în concordanță cu informațiile noi și cu evoluția perspectivelor inflației. Deciziile viitoare ale Consiliului guvernatorilor privind ratele dobânzilor de politică monetară vor depinde în continuare de date și vor urma o abordare de la o ședință la alta.

Consiliul guvernatorilor a adoptat această decizie și anticipează majorarea în continuare a ratelor dobânzilor întrucât inflația se menține la niveluri mult prea ridicate și este probabil ca aceasta să rămână superioară țintei o perioadă mai îndelungată. Potrivit estimării preliminare a Eurostat, inflația a ajuns la 9,1% în luna august. Majorarea accentuată a prețurilor produselor energetice și ale alimentelor, presiunile exercitate de cerere în unele sectoare ca urmare a redeschiderii economiei, precum și blocajele la nivelul ofertei încă alimentează creșterea inflației. Presiunile asupra prețurilor au continuat să se amplifice și să se extindă în întreaga economie, inflația putând să se intensifice în continuare pe termen scurt. Pe măsură ce factorii determinanți actuali ai inflației se estompează în timp și normalizarea politicii monetare se transmite la nivelul economiei și al procesului de stabilire a prețurilor, inflația se va reduce. Privind în perspectivă, experții BCE și-au revizuit semnificativ în sens ascendent proiecțiile privind inflația, anticipându-se, în prezent, că aceasta se va situa, în medie, la 8,1% în 2022, 5,5% în 2023 și 2,3% în 2024.

După revirimentul consemnat în semestrul I 2022, datele recente indică o încetinire substanțială a creșterii economice în zona euro, estimându-se o stagnare a economiei către finele anului și în trimestrul I 2023. Prețurile foarte ridicate ale produselor energetice reduc puterea de cumpărare a veniturilor populației și, deși blocajele la nivelul ofertei se diminuează, acestea încă limitează activitatea economică. În plus, situația geopolitică nefavorabilă, în special agresiunea nejustificată a Rusiei asupra Ucrainei, afectează încrederea sectorului corporativ și pe cea a consumatorilor. Aceste perspective se reflectă în cele mai recente proiecții ale experților privind creșterea economică, care au fost revizuite considerabil în sens descendent pentru restul anului în curs și până la finele anului 2023. Experții anticipează, în prezent, o creștere economică de 3,1% în 2022, 0,9% în 2023 și 1,9% în 2024.

Vulnerabilitățile durabile cauzate de pandemie reprezintă în continuare un risc la adresa transmisiei fără sincope a politicii monetare. Prin urmare, Consiliul guvernatorilor va continua să aplice o abordare flexibilă în ceea ce privește reinvestirea răscumpărărilor de titluri ajunse la scadență în cadrul portofoliului aferent programului de achiziționare în regim de urgență în caz de pandemie, în vederea contracarării riscurilor asociate pandemiei la adresa mecanismului de transmisie.

## Activitatea economică

Inflația ridicată, condițiile financiare mai restrictive și influențele nefavorabile persistente legate de ofertă au repercusiuni asupra activității economice pe plan mondial. Indicatorii din sondaje semnaleză o temperare generalizată a dinamicii activității economice. Conform proiecțiilor macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2022, perspectivele creșterii globale sunt modeste, PIB real mondial (exceptând zona euro) fiind proiectat să se majoreze cu 2,9% în 2022, 3,0% în 2023 și 3,4% în 2024. Aceste perspective sunt mai modeste decât cele din proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2022 și implică faptul că economia mondială este anticipată să înregistreze un ritm de creștere ușor inferior mediei pe termen lung în acest an și în anul următor, pe fondul încetirii creșterii economice în economiile de piață dezvoltate și în cele emergente.

Perspectivele mai modeste ale cererii și ameliorarea ofertei au contribuit la diminuarea presiunilor la nivelul lanțurilor de aprovizionare, care persistă totuși. În concordanță cu creșterea globală, perspectivele privind schimburile comerciale internaționale și cererea externă adresată zonei euro s-au deteriorat, de asemenea, comparativ cu proiecțiile din iunie. Presiunile inflaționiste globale se mențin generalizate și ridicate pe fondul salturilor consemnate de prețurile materiilor prime, al constrângerilor persistente legate de ofertă, al cererii încă relativ robuste și al condițiilor tensionate

de pe piețele forței de muncă. Totuși, se anticipează o scădere a acestor presiuni pe seama stabilizării piețelor materiilor prime și a temperaturii creșterii economice. Într-un context caracterizat de incertitudini ridicate, balanța riscurilor la adresa proiecțiilor de bază este înclinată în sensul scăderii la adresa dinamicii activității economice globale și în sensul creșterii la adresa inflației pe plan mondial.

Economia zonei euro a crescut cu 0,8% în trimestrul II 2022, în principal pe fondul cheltuielilor de consum robuste pentru serviciile care presupun o interacțiune fizică îndelungată, ca urmare a ridicării restricțiilor pandemice. Pe perioada verii, în condițiile în care lumea a călătorit mai mult, principalele beneficiare au fost statele cu un sector turistic dezvoltat. Pe de altă parte, firmele au avut de suferit de pe urma costurilor ridicate cu energia și a persistenței blocajelor în lanțurile de aprovizionare, deși în atenuare treptată. Deși activitatea intensă din sectorul turismului a susținut creșterea economică în trimestrul III, Consiliul guvernatorilor preconizează o încetinire substanțială a activității economice până la sfârșitul anului. Analiza se bazează pe patru considerente principale. În primul rând, inflația ridicată constituie un factor inhibitor pentru cheltuieli și producție la nivelul întregii economii, elementele nefavorabile fiind potențate de sincopel în furnizarea de gaze naturale. În al doilea rând, revirimentul puternic al cererii de servicii asociat redeschiderii economiei se va atenua în lunile următoare. În al treilea rând, temperarea cererii globale, inclusiv în contextul întăririi politicii monetare în numeroase economii importante, și deteriorarea raportului de schimb vor echivala cu mai puțină susținere pentru economia zonei euro. În al patrulea rând, persistă incertitudini ridicate, iar nivelul încrederii scade accentuat. Pe de altă parte, piața muncii este în continuare robustă, sprijinind activitatea economică. Populația ocupată a crescut cu peste 600 000 de persoane în trimestrul II 2022, iar rata șomajului s-a situat la un minim istoric de 6,6% în luna iulie. Numărul total de ore lucrate a continuat să se majoreze, cu 0,6% în trimestrul II 2022, depășind nivelurile prepandemice. Privind în perspectivă, temperarea ritmului de creștere economică va conduce probabil la o oarecare majorare a ratei șomajului.

Scenariul de bază pentru zona euro din cadrul proiecțiilor macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2022 se bazează pe ipotezele potrivit cărora cererea de gaze naturale va fi temperată de prețurile ridicate și de măsurile preventive de economisire a energiei (în urma acordului recent al UE privind reducerea cererii de gaze naturale cu până la 15%) și nu va fi necesară nicio raționalizare majoră a gazelor naturale. Cu toate acestea, se presupune că vor fi necesare unele reduceri ale producției în perioada iernii în țările care depind în mod semnificativ de importurile de gaze naturale din Rusia și care se confruntă cu riscul unui deficit de aprovizionare. Deși blocajele la nivelul ofertei s-au diminuat recent într-un ritm relativ

mai alert decât s-a anticipat, acestea afectează încă activitatea economică și se previzionează că se vor disipa numai progresiv. Pe termen mediu, pe fondul reechilibrării pieței energiei, al reducerii incertitudinilor, al soluționării blocajelor la nivelul ofertei și al ameliorării veniturilor reale, se anticipează o revigorare a creșterii economice, în pofida unor condiții de finanțare mai puțin favorabile. Ca urmare a încetirii activității economice, se estimează o deteriorare a condițiilor pe piața forței de muncă, deși aceasta va rămâne, în linii mari, relativ rezilientă. Pe ansamblu, potrivit proiecțiilor macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2022, creșterea medie anuală a PIB real se va situa la 3,1% în anul 2022, va încetini semnificativ la 0,9% în 2023 și se va redresa la 1,9% în 2024. Comparativ cu proiecțiile experților Eurosistemului din luna iunie 2022, perspectivele creșterii PIB au fost revizuite în sens ascendent cu 0,3 puncte procentuale pentru 2022, după rezultatele peste așteptări din prima jumătate a anului, și în sens descendent cu 1,2 puncte procentuale pentru 2023 și cu 0,2 puncte procentuale pentru 2024, în principal ca urmare a impactului perturbărilor la nivelul ofertei de produse energetice, a majorării inflației și a scăderii asociate a încrederii.

Conform proiecțiilor macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2022, se preconizează o ameliorare constantă a soldului bugetar al zonei euro până în anul 2024, deși de o amploare relativ mai redusă decât se prevăzuse în proiecțiile din luna iunie. Totuși, proiecțiile fiscale sunt grevate în continuare de incertitudini ridicate, asociate în principal războiului din Ucraina și evoluțiilor de pe piețele energiei, care ar putea determina guvernele să adopte stimulente fiscale suplimentare. Măsurile de sprijin fiscal au vizat îndeosebi contracararea majorării costului vieții pentru consumatori, în special în contextul scumpirii energiei. Un rol în acest sens l-au deținut, de asemenea, finanțarea noilor capacități de apărare și sprijinirea refugiaților în urma războiului declanșat de Rusia în Ucraina. Cu toate acestea, se preconizează că ponderea deficitului bugetului general consolidat din zona euro în PIB va continua să se restrângă – de la 5,1% în 2021 la 3,8% în 2022 și apoi la 2,7% la finele orizontului de prognoză. După relaxarea puternică înregistrată în anul 2020 ca răspuns la criza coronavirusului, orientarea politicii fiscale din zona euro a devenit mai restrictivă în 2021 și, conform proiecțiilor, va consemna în continuare o relativă înăsprire, îndeosebi în 2023, urmând a fi neutră în anul 2024. Având în vedere incertitudinile sporite și riscurile în sensul scăderii la adresa perspectivelor economice în contextul războiului din Ucraina, precum și creșterile prețurilor la energie și persistența perturbărilor în lanțurile de aprovizionare, Comisia Europeană a recomandat, la data de 23 mai 2022, prelungirea clauzei derogatorii generale a Pactului de stabilitate și creștere până la finele anului 2023. Aceasta ar permite ajustarea politicilor fiscale în funcție de modificarea situației, după caz. Pe de altă parte, în condițiile în care dezechilibrele fiscale continuă să

depășească nivelurile pre-pandemice și inflația înregistrează valori extraordinar de ridicate, politica fiscală trebuie să fie din ce în ce mai selectivă și țintită, astfel încât să nu potențeze presiunile inflaționiste pe termen mediu, asigurând totodată sustenabilitatea fiscală pe termen mediu.

Măsurile bugetare de sprijin vizând atenuarea impactului exercitat de majorarea prețurilor produselor energetice ar trebui să fie temporare și să se adreseze gospodăriilor și firmelor celor mai vulnerabile, pentru a limita riscul alimentării presiunilor inflaționiste, a eficientiza cheltuielile publice și a menține sustenabilitatea datoriei. Politicile structurale ar trebui să urmărească sporirea potențialului de creștere a economiei zonei euro și sprijinirea rezilienței acesteia.

## Inflația

Inflația s-a intensificat în continuare la 9,1% în luna august. Dinamica prețurilor produselor energetice s-a menținut extrem de alertă, respectiv 38,3%, fiind din nou componenta dominantă a inflației totale. Indicatorii de piață sugerează că, pe orizontul apropiat, cotațiile petrolului se vor tempera, în timp ce prețurile angro ale gazelor naturale se vor menține deosebit de ridicate. Și dinamica prețurilor alimentelor s-a accelerat în august, la 10,6%, reflectând parțial majorarea costurilor de producție legată de evoluțiile din domeniul energiei, perturbările la nivelul comerțului cu materii prime alimentare, precum și condițiile meteo nefavorabile. În pofida diminuării blocajelor la nivelul ofertei, acestea continuă să se repercuteze treptat asupra prețurilor de consum și exercită presiuni în sensul creșterii inflației, similar redresării cererii din sectorul serviciilor. Deprecierea euro a contribuit, de asemenea, la acumularea de presiuni inflaționiste. Presiunile asupra prețurilor se manifestă în tot mai multe sectoare, parțial din cauza impactului exercitat de costurile ridicate cu energia la nivelul întregii economii. În consecință, măsurile inflației de bază se mențin la niveluri ridicate, iar cele mai recente proiecții ale experților anticipează că inflația exclusiv alimente și produse energetice va atinge 3,9% în 2022, 3,4% în 2023 și 2,3% în 2024. Piețele reziliente ale forței de muncă și unele efecte de compensare a inflației mai ridicate vor susține, probabil, majorarea câștigurilor salariale. Pe de altă parte, datele noi și acordurile salariale recente indică menținerea unei dinamici salariale, în ansamblu, limitate. Cea mai mare parte a măsurilor anticipațiilor privind inflația pe termen mai lung se situează, în prezent, la circa 2%, deși revizuirile recente peste țintă ale unor indicatori impun continuarea monitorizării.

Inflația continuă să se intensifice pe seama persistenței unor șocuri ample pe partea ofertei, care se propagă la nivelul prețurilor de consum într-un ritm mai alert decât în trecut. Proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2022 estimează că inflația IAPC totală se va menține peste nivelul de 9% pentru restul anului 2022 pe fondul prețurilor extrem de ridicate ale produselor energetice și ale materiilor prime alimentare, precum și al presiunilor în sensul creșterii generate de redeschiderea economiei, deficitele la nivelul ofertei și condițiile încordate pe piețele forței de muncă. Scăderea anticipată a inflației, în medie, de la 8,1% în 2022 la 5,5% în 2023 și 2,3% în 2024 reflectă cu precădere o reducere pronunțată a dinamicii prețurilor produselor energetice și ale alimentelor, ca urmare a unor efecte de bază negative și a diminuării prezumate a prețurilor materiilor prime, în concordanță cu cotațiile *futures*. Se consideră că inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente se va menține, până la jumătatea anului 2023, la niveluri ridicate fără precedent, dar se anticipează că aceasta se va reduce ulterior, pe fondul disipării efectelor redeschiderii economiei și al reducerii blocajelor la nivelul ofertei și a presiunilor generate de costurile de producție aferente componentei energetice. Se previzionează că, în anul 2024, inflația totală se va menține superioară țintei BCE de 2%, având în vedere efectele întârziate ale prețurilor ridicate ale produselor energetice asupra componentelor non-energetice ale inflației, deprecierea recentă a euro, robustețea piețelor forței de muncă și unele efecte induse de măsurile de compensare a inflației asupra salariilor, care se estimează că vor crește în ritmuri net superioare mediilor istorice. Comparativ cu proiecțiile experților Eurosistemului din luna iunie 2022, inflația totală a fost revizuită substanțial în sens ascendent pentru 2022 (cu 1,3 puncte procentuale) și 2023 (cu 2,0 puncte procentuale) și ușor în sens ascendent pentru 2024 (cu 0,2 puncte procentuale), reflectând datele recente peste așteptări, majorările substanțiale ale ipotezelor privind prețurile angro ale gazelor naturale și ale energiei electrice, o dinamică mai robustă a câștigurilor salariale și deprecierea recentă a euro. Aceste efecte au anulat complet impactul în sensul scăderii generat de reducerea recentă a prețurilor materiilor prime alimentare, de blocajele la nivelul ofertei mai puțin severe decât s-a estimat anterior și de perspectivele mai modeste ale creșterii economice.

## Evaluarea riscurilor

În contextul încetinirii economiei globale, balanța riscurilor la adresa creșterii economice înclină cu precădere în sensul scăderii, îndeosebi pe termen scurt. În concordanță cu scenariul în sensul scăderii din proiecțiile experților, un război de lungă durată în Ucraina rămâne un risc semnificativ la adresa creșterii economice, mai ales dacă firmele și populația s-ar confrunta cu raționalizări ale aprovizionării cu produse energetice. Într-o astfel de situație, nivelul încrederii s-ar putea deteriora în continuare

și constrângerile legate de ofertă s-ar putea agrava din nou. Costurile aferente produselor energetice și alimentelor ar putea, de asemenea, persista la niveluri peste așteptări. Deteriorarea în continuare a perspectivelor economice globale ar putea constitui un factor inhibitor suplimentar la adresa cererii externe adresate zonei euro.

Balanța riscurilor asociate perspectivelor inflației înclină cu precădere în sensul creșterii. La fel ca în cazul creșterii economice, principalul risc pe termen scurt îl reprezintă perturbarea în continuare a aprovizionării cu produse energetice. Pe termen mediu, inflația se poate dovedi mai ridicată decât s-a anticipat, din cauza unei deteriorări persistente a capacității de producție a economiei zonei euro, a creșterii în continuare a prețurilor produselor energetice și ale alimentelor, a unor anticipații privind inflația superioare țintei Consiliului guvernatorilor sau a unor majorări salariale peste așteptări. Cu toate acestea, o posibilă scădere a costurilor cu energia sau moderare a cererii pe termen mediu ar diminua presiunile asupra prețurilor.

## Condițiile financiare și monetare

Ratele dobânzilor pe piață au consemnat o creștere în anticiparea normalizării în continuare a politicii monetare ca răspuns la perspectivele inflației. Creditele acordate firmelor s-au scumpit în ultimele luni, iar ratele dobânzilor bancare la creditele acordate populației se situează în prezent la cele mai ridicate niveluri din ultimii peste cinci ani. Din perspectiva volumului, creditarea bancară a firmelor s-a menținut solidă până în prezent, reflectând parțial necesarul de finanțare a unor costuri de producție ridicate și acumularea de stocuri. Împrumuturile ipotecare acordate populației se moderează, pe seama înăsprii standardelor de creditare, a majorării costurilor de îndatorare și a încrederii scăzute a consumatorilor.

## Deciziile de politică monetară

Pe baza evaluării sale actuale, Consiliul guvernatorilor a decis să majoreze cu 75 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 1,25%, 1,50% și, respectiv, 0,75% începând cu data de 14 septembrie 2022. Acest pas important devansează tranziția de la nivelul actual deosebit de acomodativ al ratelor dobânzilor de politică monetară către niveluri care vor asigura revenirea oportună a inflației la nivelul țintei Consiliului guvernatorilor de 2% pe termen mediu. Consiliul guvernatorilor a adoptat această decizie și anticipează majorarea

În continuare a ratelor dobânzilor întrucât inflația se menține la niveluri mult prea ridicate și este probabil ca aceasta să rămână superioară țintei o perioadă îndelungată. Deciziile viitoare privind ratele dobânzilor de politică monetară vor depinde în continuare de date și vor urma o abordare de la o ședință la alta.

Ca urmare a majorării la un nivel peste zero a ratei dobânzii la facilitatea de depozit, sistemul pe două niveluri pentru remunerarea rezervelor excedentare nu mai este necesar. Prin urmare, Consiliul guvernatorilor a decis, în cadrul ședinței din 8 septembrie 2022, să suspende acest sistem prin stabilirea multiplicatorului la zero.

Consiliul guvernatorilor intenționează să continue reinvestirea, în totalitate, a principalului aferent titlurilor ajunse la scadență achiziționate în cadrul programului de achiziționare de active (*asset purchase programme* – APP) pe o perioadă extinsă după data la care a inițiat majorarea ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE și, în orice caz, atât timp cât va fi necesar pentru menținerea unor volume însemnate de lichiditate și a unei orientări corespunzătoare a politicii monetare. 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. Răscumpărările care ajung la scadență în cadrul portofoliului PEPP sunt reinvestite de o manieră flexibilă, în vederea contracarării riscurilor asociate pandemiei la adresa mecanismului de transmisie a politicii monetare.

Consiliul guvernatorilor va continua să monitorizeze condițiile de finanțare a băncilor și să asigure că ajungerea la scadență a operațiunilor efectuate în cadrul celei de-a treia serii de operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung (OTRTL III) nu afectează transmisia fără sincope a politicii sale monetare. Consiliul guvernatorilor va evalua, de asemenea, periodic modul în care operațiunile țintite de creditare contribuie la orientarea politicii sale monetare.

Pentru a menține eficacitatea transmisiei politicii monetare și a asigura funcționarea ordonată a piețelor, Consiliul guvernatorilor a hotărât, în data de 8 septembrie 2022, eliminarea temporară a plafonului de remunerare de 0% pentru rata dobânzii la depozitele sectorului public. În schimb, plafonul va rămâne temporar la nivelul celei mai mici valori dintre rata dobânzii la facilitatea de depozit din cadrul Eurosistemului și rata dobânzii pe termen scurt la operațiunile în euro (€STR), inclusiv în condițiile unei valori pozitive



a celei dintâi. Măsura este preconizată să rămână în vigoare până la data de 30 aprilie 2023. Această modificare va preveni ieșirile bruște ale depozitelor din conturile Eurosistemului către piețe, într-o perioadă în care încep să apară semnale privind insuficiența garanțiilor pe unele segmente ale piețelor de operațiuni *repo* din zona euro, și va permite realizarea unei evaluări aprofundate a modului în care piețele monetare se adaptează la revenirea la rate pozitive ale dobânzilor.

Consiliul guvernatorilor este pregătit să își ajusteze toate instrumentele în cadrul mandatului său pentru a asigura că inflația se stabilizează la nivelul țintei sale de 2% pe termen mediu. Instrumentul de protecție a transmisiei politicii monetare (*Transmission Protection Instrument – TPI*) este disponibil pentru a contracara o dinamică nejustificată, dezordonată a pieței care constituie o amenințare gravă la adresa transmisiei politicii monetare la nivelul tuturor țărilor din zona euro, permițând astfel Consiliului guvernatorilor să își îndeplinească cu mai multă eficacitate mandatul privind stabilitatea prețurilor.

© Banca Centrală Europeană, 2022

Adresa poștală: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefon: +49 69 1344 0

Website: [www.ecb.europa.eu](http://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-22-003-RO-N (pdf)