



Evoluții economice, financiare și monetare

Sinteză

Inflația continuă să se reducă, dar încă se anticipează că aceasta se va menține prea ridicată pe o perioadă prea îndelungată. Consiliul guvernatorilor este hotărât să asigure revenirea la momentul oportun a inflației la nivelul țintei sale de 2% pe termen mediu. În vederea consolidării progreselor în direcția atingerii țintei, Consiliul guvernatorilor a decis în cadrul ședinței din data de 14 septembrie 2023 să majoreze cu 25 puncte de bază cele trei rate ale dobânzilor reprezentative ale BCE.

Majorarea reflectă evaluarea Consiliului guvernatorilor privind perspectivele inflației, având în vedere noile date economice și financiare, dinamica inflației de bază și robustețea transmisiei politicii monetare. Conform proiecțiilor macroeconomice din luna septembrie 2023 pentru zona euro ale experților BCE, rata medie a inflației se va situa la 5,6% în 2023, 3,2% în 2024 și 2,1% în 2025. Aceste valori reprezintă o revizuire în sens ascendent pentru anii 2023 și 2024 și o revizuire în sens descendent pentru anul 2025. Revizuirea ascendentă pentru 2023 și 2024 reflectă cu precădere o traiectorie a prețurilor produselor energetice la valori mai ridicate. Presiunile inflaționiste la nivelul inflației de bază rămân ridicate, deși majoritatea indicatorilor au început să se diminueze. Experții BCE au revizuit în sens ușor descendent traiectoria proiectată a inflației exclusiv produse energetice și alimente, care ar trebui să se plaseze, în medie, la 5,1% în 2023, 2,9% în 2024 și 2,2% în 2025. Majorările anterioare ale ratelor dobânzilor efectuate de Consiliul guvernatorilor continuă să se transmită de o manieră solidă. Condițiile de finanțare s-au înăspriț în continuare și frânează tot mai mult cererea, ceea ce reprezintă un factor important pentru revenirea inflației la nivelul țintei. Pe fondul intensificării impactului acestei înăspriți asupra cererii interne și al temperării schimburilor comerciale internaționale, experții BCE și-au redus semnificativ proiecțiile privind creșterea economică. Aceștia anticipează, în prezent, o expansiune a economiei zonei euro de 0,7% în 2023, 1,0% în 2024 și 1,5% în 2025.

Pe baza evaluării sale actuale, Consiliul guvernatorilor consideră că ratele dobânzilor reprezentative ale BCE au atins niveluri care, menținute pe o

durată suficient de îndelungată, vor contribui substanțial la revenirea la momentul oportun a inflației la nivelul țintei. Deciziile viitoare ale Consiliului guvernatorilor vor asigura că ratele dobânzilor reprezentative ale BCE vor fi stabilite la niveluri suficient de restrictive 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 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.

Activitatea economică

Este probabil ca evoluția economiei să rămână modestă în lunile următoare. Activitatea economică a înregistrat, în linii mari, o stagnare în primul semestru al anului, iar indicatorii recentii sugerează că a fost scăzută și în trimestrul III. Cererea mai redusă pentru exporturile zonei euro și impactul condițiilor restrictive de finanțare frânează creșterea economică, inclusiv prin reducerea investițiilor în obiective rezidențiale și a celor corporative. Sectorul serviciilor, care a fost, până de curând, rezilient, consemnează, de asemenea, o moderare în prezent. În timp, dinamica activității economice ar trebui să se intensifice, în condițiile în care se anticipează o majorare a veniturilor reale, susținută de scăderea inflației, de creșterile salariale și de o piață robustă a forței de muncă, ceea ce va sprijini cheltuielile de consum.

Piața forței de muncă s-a menținut deocamdată rezilientă, în pofida decelerării economice. Rata șomajului a stagnat la nivelul minim istoric de 6,4% în luna iulie. Deși numărul persoanelor ocupate s-a majorat cu 0,2% în trimestrul II, dinamica acestuia cunoaște o încetinire. Și în sectorul serviciilor, care a constituit un motor principal al creșterii ocupării forței de muncă începând cu jumătatea anului 2022, sunt create acum mai puține locuri de muncă.

Perspectivile pe termen scurt ale creșterii economice în zona euro s-au deteriorat, în timp ce pe termen mediu economia ar trebui să revină treptat la o expansiune moderată, pe fondul redresării atât a cererii interne, cât și a celei externe. Activitatea economică în zona euro a crescut într-un ritm modest în prima jumătate a anului 2023, în pofida nivelului considerabil de comenzi restante din industria prelucrătoare și a corecției prețurilor ridicate ale produselor energetice. În plus, aceste efecte s-au estompat în mare măsură, indicatorii pe termen scurt sugerând o stagnare pe termen scurt, pe fondul condițiilor de finanțare mai restrictive, al încrederii reduse a sectorului corporativ și a consumatorilor și al cererii externe scăzute în contextul aprecierii euro. Se anticipează o intensificare a creșterii economice începând cu anul 2024, în condițiile în care cererea externă se apropie de trendul său prepandemic și veniturile reale consemnează o ameliorare,

fiind susținute de reducerea inflației, de o dinamică alertă a salariilor nominale și de nivelul în continuare scăzut, deși în ușoară accelerare, al șomajului. Cu toate acestea, creșterea economică va continua să fie frânată, pe măsură ce înăsprirea politicii monetare a BCE și condițiile nefavorabile de creditare se propagă la nivelul economiei reale, iar sprijinul fiscal este retras treptat. Pe ansamblu, se anticipează o încetinire a ritmului mediu anual de creștere a PIB real de la 3,4% în 2022 la 0,7% în 2023, urmată de o redresare la 1,0% în 2024 și 1,5% în 2025. Comparativ cu proiecțiile experților Eurosistemului din luna iunie 2023, perspectivele creșterii PIB au fost revizuite în sens descendent cu 0,2 puncte procentuale pentru 2023, 0,5 puncte procentuale pentru 2024 și 0,1 puncte procentuale pentru 2025, reflectând o înrăutățire semnificativă a perspectivelor pe termen scurt, pe fondul deteriorării indicatorilor din sondaje, al condițiilor de finanțare mai restrictive, inclusiv al unor efecte mai nefavorabile asociate ofertei de credite, precum și al aprecierii cursului de schimb al euro.

Pe fondul atenuării crizei energetice, autoritățile guvernamentale ar trebui să continue retragerea măsurilor de sprijin aferente. Acest demers este esențial pentru a evita intensificarea presiunilor inflaționiste pe termen mediu, care ar necesita altminteri un răspuns și mai ferm din partea politicii monetare. Politicile fiscale ar trebui elaborate astfel încât să amplifice productivitatea economiei zonei euro și să diminueze progresiv nivelul ridicat al datoriei publice. Politicile destinate îmbunătățirii capacității de producție a zonei euro, care ar fi susținută de implementarea integrală a programului „Next Generation EU”, pot contribui la reducerea presiunilor asupra prețurilor pe termen mediu, sprijinind totodată tranziția ecologică. Reformarea cadrului de guvernare economică al UE ar trebui finalizată înainte de sfârșitul acestui an, iar progresele în direcția realizării unei uniuni a piețelor de capital ar trebui accelerate.

Inflația

Potrivit estimării preliminare a Eurostat¹, inflația s-a redus la 5,3% în luna iulie, dar s-a menținut la același nivel în august. Scăderea inflației a fost întreruptă de majorarea prețurilor produselor energetice comparativ cu luna iulie. Componenta „alimente” a consemnat o scădere de la nivelul maxim înregistrat în martie, dar a continuat să se situeze la aproape 10% în august. În lunile următoare, creșterile accentuate ale prețurilor din toamna anului 2022 vor ieși din calculul ritmurilor anuale, ceea ce va diminua nivelul inflației.

¹ Data-limită pentru datele statistice din această ediție a fost 13 septembrie 2023. Conform comunicării finale din data de 19 septembrie 2023, inflația IAPC s-a diminuat la 5,2% în august 2023 față de 5,3% în iulie, rezultând astfel un nivel cu 0,1 puncte procentuale inferior estimării preliminare.

Inflația exclusiv produse energetice și alimente a scăzut la 5,3% în august, față de 5,5% în iulie. Dinamica prețurilor bunurilor s-a redus la 4,8% în august, față de 5,0% în iulie și 5,5% în iunie, ca urmare a ameliorării condițiilor pe partea ofertei, a scăderilor anterioare ale prețurilor produselor energetice, a atenuării presiunilor inflaționiste în stadiile inițiale ale lanțului de producție și a cererii mai modeste. Inflația măsurată prin prețurile serviciilor a coborât ușor la 5,5%, dar s-a menținut la un nivel ridicat ca urmare a cheltuielilor semnificative cu vacanțele și călătoriile și a dinamicii salariale alerte. Ritmul anual de creștere a remunerării pe salariat a rămas constant la 5,5% în trimestrul II 2023. Contribuția costurilor cu forța de muncă la inflația internă anuală a crescut în trimestrul II, parțial pe seama scăderii productivității, iar cea a profiturilor s-a redus pentru prima dată de la începutul anului 2022.

Majoritatea măsurilor inflației de bază încep să consemneze reduceri, în condițiile în care cererea și oferta s-au aliniat în mai mare măsură, iar contribuția majorărilor anterioare ale prețurilor produselor energetice se estompează. Pe de altă parte, presiunile inflaționiste interne rămân puternice.

Cea mai mare parte a măsurilor anticipațiilor privind inflația pe termen mai lung se situează, în prezent, la circa 2%. Unii indicatori s-au majorat însă și necesită o monitorizare atentă.

Inflația totală în zona euro este proiectată să se reducă în continuare pe parcursul orizontului de proiecție, pe fondul diminuării presiunilor din partea costurilor și a blocajelor la nivelul ofertei, precum și al impactului întăririi politicii monetare. Potrivit anticipațiilor, inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente va consemna, de asemenea, un declin progresiv, estimându-se că aceasta se va situa, totuși, peste nivelul inflației totale până la începutul anului 2024. Dezinflația proiectată se datorează disipării efectelor șocurilor anterioare ale prețurilor produselor energetice și a altor presiuni inflaționiste din partea costurilor, creșterea puternică a costurilor cu forța de muncă devenind treptat principalul motor al inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente. Se previzionează că dinamica salarială se va reduce gradual începând cu jumătatea anului 2023, deși se va menține ridicată pe parcursul orizontului de proiecție, ca urmare a majorărilor salariilor minime și a măsurilor de compensare a creșterii inflației, în contextul unor condiții restrictive, deși în curs de atenuare, pe piața forței de muncă. Se așteaptă ca marjele de profit, care au înregistrat o creștere semnificativă în anul precedent, să acționeze ca un amortizor împotriva propagării costurilor cu forța de muncă la nivelul prețurilor finale pe termen mediu. În plus, întărirea politicii monetare ar trebui să frâneze tot mai mult inflația de bază. În ansamblu, în ipoteza că anticipațiile privind inflația pe termen mediu vor rămâne ancorate la ținta inflației stabilită de BCE, se estimează că inflația IAPC totală se va reduce de la un nivel mediu de 8,4% în 2022 la 5,6% în 2023, 3,2% în 2024 și 2,1% în 2025, atingând ținta în trimestrul III 2025.

Comparativ cu proiecțiile din luna iunie 2023, inflația IAPC a fost revizuită în sens ascendent pentru 2023 și 2024, ca urmare a majorării cotațiilor *futures* ale produselor energetice, și în sens descendent pentru 2025, întrucât se consideră că efectele aprecierii euro, ale înăspririi condițiilor de finanțare și ale condițiilor ciclice mai puțin favorabile vor tempera inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente.

Evaluarea riscurilor

Balanța riscurilor la adresa creșterii economice este înclinată în sensul scăderii. Creșterea economică ar putea fi mai lentă, dacă efectele politicii monetare sunt mai puternice decât s-a anticipat sau dacă economia mondială consemnează o moderare, de exemplu ca urmare a unei noi încetiniri a activității economice în China. În schimb, expansiunea economică ar putea fi peste așteptări în cazul în care robustețea pieței forței de muncă, majorarea veniturilor reale 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. Condițiile meteorologice nefavorabile, precum și evoluția crizei climatice în general ar putea determina creșteri peste așteptări ale prețurilor alimentelor. 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. Pe de altă parte, diminuarea cererii, de exemplu ca urmare a unei transmisii mai robuste a politicii monetare sau a deteriorării mediului economic din afara zonei euro, ar determina atenuarea presiunilor asupra prețurilor, în special pe termen mediu.

Condițiile financiare și monetare

Întărirea politicii monetare continuă să se transmită de o manieră solidă la nivelul condițiilor de finanțare generale. Costul finanțării a crescut din nou pentru bănci, în condițiile în care deponenții substituie depozitele *overnight* cu depozite la termen care oferă dobânzi mai ridicate, iar operațiunile țintite de refinanțare pe termen mai lung ale BCE sunt eliminate treptat. Ratele medii ale dobânzilor aferente împrumuturilor acordate firmelor și creditelor ipotecare au continuat să se majoreze în luna iulie la 4,9% și, respectiv, 3,8%.

Dinamica activității de creditare s-a temperat în continuare. Creditele acordate firmelor s-au majorat într-un ritm anual de 2,2% în iulie, în scădere de la 3,0% în iunie. Împrumuturile acordate populației au înregistrat, de asemenea,

o creștere mai puțin robustă, de 1,3%, față de 1,7% în iunie. În termeni anualizați pe baza datelor din ultimele trei luni, creditele acordate populației s-au redus cu 0,8%, aceasta fiind cea mai puternică scădere înregistrată de la introducerea euro. Pe fondul nivelului scăzut al creditării și al restrângerii bilanțului Eurosistemului, ritmul anual de creștere a M3 s-a redus de la 0,6% în iunie la un nivel minim istoric de -0,4% în iulie. În termeni anualizați pe ultimele trei luni, M3 s-a contractat cu 1,5%.

Deciziile de politică monetară

În cadrul ședinței din data de 14 septembrie 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 4,50%, 4,75% și, respectiv, 4,00% începând cu data de 20 septembrie 2023.

Portofoliul aferent programului de achiziționare de active se reduce într-un ritm măsurat și previzibil, în condițiile în care Eurosistemul nu mai reinvestește principalul aferent titlurilor ajunse la scadență.

În ceea ce privește programul de achiziționare în regim de urgență în caz de pandemie (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 și rambursările în curs aferente acestora contribuie la orientarea politicii sale monetare.

Concluzii

Inflația continuă să se reducă, dar încă se anticipează că aceasta se va menține 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. În vederea consolidării progreselor în direcția atingerii țintei sale, Consiliul guvernatorilor a decis, în cadrul

ședinței din data de 14 septembrie 2023, să majoreze cu 25 puncte de bază cele trei rate ale dobânzilor reprezentative ale BCE. Pe baza evaluării sale actuale, Consiliul guvernatorilor consideră că ratele dobânzilor reprezentative ale BCE au atins niveluri care, menținute pe o durată suficient de îndelungată, vor contribui substanțial la revenirea la momentul oportun a inflației la nivelul țintei. Deciziile viitoare ale Consiliului guvernatorilor vor asigura că ratele dobânzilor reprezentative ale BCE vor fi stabilite la niveluri suficient de restrictive 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 acestora.

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-23-003-RO-N (pdf)