



Evoluții economice și monetare

Sinteză

În cadrul ședinței de politică monetară din data de 10 decembrie 2020, Consiliul guvernatorilor a decis să își recalibreze instrumentele de politică monetară. Deși revirimentul activității economice în trimestrul III a fost mai puternic decât s-a anticipat, iar perspectivele introducerii unor vaccinuri sunt încurajatoare, pandemia de coronavirus (COVID-19) continuă să genereze riscuri severe la adresa sănătății publice și a economiei zonei euro și a celei mondiale. Recrudescența numărului de cazuri de COVID-19 și măsurile de izolare asociate restrâng semnificativ activitatea economică în zona euro, anticipându-se o contracție a acesteia în trimestrul IV 2020. Deși activitatea din sectorul prelucrător se menține rezilientă, cea din sectorul serviciilor este redusă drastic de creșterea ratelor de infectare și de noile restricții cu privire la interacțiunile sociale și mobilitate. Inflația rămâne la un nivel foarte scăzut, în contextul cererii modeste și al deficitului semnificativ de cerere pe piața forței de muncă și pe cea a bunurilor și serviciilor. În ansamblu, datele noi și proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2020 sugerează un impact mai pronunțat al pandemiei asupra economiei pe orizontul apropiat și o trenare a inflației pe o perioadă mai prelungită decât s-a estimat anterior. În aceste condiții, Consiliul guvernatorilor a decis să își recalibreze instrumentele de politică monetară în cadrul ședinței din data de 10 decembrie 2020.

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

Activitatea economică globală s-a redresat puternic în trimestrul III 2020, iar expansiunea acesteia a continuat la începutul trimestrului IV, dar perspectivele economice pe orizontul apropiat sunt grevate de influențe nefavorabile. În pofida optimismului generat pe piețele financiare de știrile recente referitoare la producerea unui vaccin eficient împotriva coronavirusului, pandemia afectează în continuare perspectivele economice globale pe termen scurt. Creșterea semnificativă a numărului de cazuri noi

de COVID-19, îndeosebi în economiile dezvoltate, a determinat reintroducerea unor măsuri de izolare, deși se consideră că acestea sunt de natură a perturba activitatea economică în mai mică măsură comparativ cu cele implementate în primul val pandemic. Proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2020 preconizează o scădere cu 3,0% a PIB real mondial (exceptând zona euro) în anul curent, urmată de o expansiune cu 5,8% în 2021 și ulterior o creștere de 3,9% în 2022 și 3,6% în anul 2023. Schimburile comerciale internaționale (exceptând zona euro) au consemnat o contracție mai abruptă decât cea a PIB real în 2020, dar se anticipează că se vor revigora mai puternic în anul 2021. Evoluția reflectă îndeosebi caracterul prociclic mai pronunțat al acestora, în special în perioadele de declin economic. Se preconizează că aceste efecte adverse vor fi mai puțin severe în contextul recrudescenței recente a numărului de infectări. Balanța riscurilor asociate perspectivelor economice globale prezintă un tablou mai puțin pesimist decât se anticipase anterior, întrucât – pe fondul informațiilor referitoare la viabilitatea mai multor vaccinuri – materializarea scenariului sever este mai puțin probabilă. Totodată, având în vedere persistența incertitudinilor legate de deznodământul negocierilor referitoare la *Brexit*, ipoteza tehnică pe care se fundamentează proiecțiile macroeconomice este că, începând cu 1 ianuarie 2021, relațiile comerciale dintre UE și Regatul Unit se vor derula în condițiile prevăzute de Organizația Mondială a Comerțului cu privire la „națiunea cea mai favorizată”.

În ansamblu, condițiile financiare din zona euro au continuat să se relaxeze într-o oarecare măsură ulterior ședinței Consiliului guvernatorilor din luna septembrie 2020, pe fondul ameliorării percepției asupra riscurilor în urma anunțurilor pozitive referitoare la vaccinuri. În perioada analizată, cuprinsă între 10 septembrie și 9 decembrie 2020, curba ratelor *forward* EONIA (*euro overnight index average*) a fluctuat într-o oarecare măsură, însă în cele din urmă s-a menținut în linii mari nemodificată. Evoluția reflectă, pe de o parte, preocupările legate de răspândirea COVID-19 într-un ritm accelerat în Europa și, pe de altă parte, informațiile pozitive privind vaccinurile. Curba înregistrează în continuare doar o ușoară inversare pe scadențele scurte. Randamentele și *spread*-urile aferente obligațiunilor suverane pe termen lung din zona euro s-au diminuat semnificativ în perioada analizată, în contextul anticipațiilor privind menținerea măsurilor de sprijin de natură monetară și fiscală, alături de ameliorarea percepției asupra riscurilor pe plan internațional, determinată în principal de informațiile referitoare la testarea cu succes a vaccinurilor. Prețurile activelor cu grad de risc s-au majorat în consecință. Pe piețele valutare, euro s-a depreciat ușor în termeni ponderați cu volumul schimburilor comerciale.

După contracția pronunțată înregistrată în semestrul I 2020, PIB real în zona euro a cunoscut o revigorare puternică, majorându-se cu 12,5% față de intervalul precedent în trimestrul III 2020, deși s-a menținut mult sub nivelurile din perioada pre-pandemie. Se anticipează că cel de-al doilea val

al pandemiei și intensificarea asociată a măsurilor de izolare consemnată de la jumătatea lunii octombrie vor conduce la o nouă scădere semnificativă a activității economice în trimestrul IV, deși într-o măsură mult mai mică decât în trimestrul II al acestui an. Evoluțiile economice continuă să fie neuniforme la nivelul sectoarelor, activitatea din sectorul serviciilor fiind mai afectată de noile restricții privind interacțiunile sociale și mobilitatea decât cea din sectorul industrial. Deși măsurile de politică fiscală sprijină populația și firmele, consumatorii rămân precauți, având în vedere pandemia și ramificațiile acesteia asupra ocupării forței de muncă și câștigurilor. De asemenea, bilanțurile mai fragile ale companiilor și incertitudinile legate de perspectivele economice afectează investițiile corporative. Privind în perspectivă, știrile referitoare la posibila introducere a unor vaccinuri permit o încredere sporită în ipoteza privind o soluționare progresivă a crizei sanitare. Cu toate acestea, va fi nevoie de timp pentru atingerea unei imunizări generalizate, neputând fi excluse noi recrudescențe ale numărului de infectări, care vor reprezenta provocări pentru sănătatea publică și perspectivele economice. Pe termen mediu, redresarea economiei zonei euro ar trebui să fie sprijinită de condițiile favorabile de finanțare, de orientarea expansionistă a politicii fiscale și de redresarea cererii, pe fondul ridicării măsurilor de izolare și al reducerii incertitudinilor.

Această evaluare se reflectă, în linii mari, în scenariul de bază al proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2020. Aceste proiecții estimează că ritmul anual de creștere a PIB real se va situa la -7,3% în 2020, 3,9% în 2021, 4,2% în 2022 și 2,1% în 2023. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2020, perspectivele activității economice au fost revizuite în sens descendent pe termen scurt, dar se consideră că, pe termen mediu, acestea se vor redresa, în linii mari, la nivelul proiectat în scenariul de bază din septembrie. Pe ansamblu, balanța riscurilor la adresa perspectivelor creșterii economice în zona euro rămâne înclinată în sensul unui nivel mai redus al acesteia, dar aceste riscuri au devenit mai puțin pronunțate. Deși știrile referitoare la posibilitatea introducerii unor vaccinuri în viitorul apropiat sunt încurajatoare, se mențin riscuri în sensul scăderii legate de implicațiile pandemiei asupra condițiilor economice și financiare.

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației în zona euro a rămas nemodificată la -0,3% în luna noiembrie. Pe baza dinamicii prețurilor petrolului și luând în considerare reducerea temporară a cotei TVA în Germania, este probabil ca inflația totală să se mențină la valori negative până la începutul anului 2021. Ulterior, se anticipează o creștere a acesteia ca urmare a încetării reducerii temporare a TVA în Germania și a efectelor de bază în sens ascendent asupra dinamicii prețurilor produselor energetice. În același timp, se anticipează că presiunile asupra prețurilor din indicii inflației de bază vor rămâne modeste pe seama cererii scăzute, îndeosebi în sectorul turismului și în cele legate de călătorii, precum și a presiunilor salariale reduse și a nivelului ridicat din perspectivă istorică

a cursului de schimb efectiv al euro. După ce impactul pandemiei se va atenua, redresarea cererii, susținută de politicile fiscale și monetare acomodative, va exercita presiuni în sensul creșterii asupra inflației pe termen mediu. Indicatorii de piață și măsurile calculate pe baza datelor din sondaje ale anticipațiilor privind inflația pe termen mai lung rămân la niveluri scăzute.

Această evaluare se reflectă, în linii mari, în scenariul de bază al proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2020, care estimează că inflația anuală se va situa la 0,2% în 2020, 1,0% în 2021, 1,1% în 2022 și 1,4% în 2023. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2020, perspectivele inflației au fost revizuite în sens descendent pentru anii 2020 și 2022. Conform proiecțiilor, rata anuală a inflației IAPC, exclusiv produse energetice și alimente, va fi de 0,7% în 2020, 0,8% în 2021 și 1,0% în 2022, urmând să se majoreze la 1,2% în anul 2023.

Pandemia de coronavirus a influențat în continuare dinamica masei monetare din zona euro. Ritmul anual de creștere a masei monetare în sens larg (M3) a rămas, în linii mari, nemodificat la 10,5% în luna octombrie 2020. Expansiunea monetară puternică a fost sprijinită de achizițiile de active în curs ale Eurosistemului, care au devenit sursa cea mai semnificativă de creație monetară. În contextul unei preferințe încă sporite pentru lichiditate și al costului scăzut de oportunitate aferent deținerii celor mai lichide forme de bani, agregatul monetar în sens restrâns M1 continuă să fie principalul determinant al dinamicii masei monetare în sens larg. Creșterea creditării sectorului privat s-a stabilizat, înregistrând încă ritmuri superioare celor din perioada anterioară pandemiei de COVID-19. Dinamica anuală a creditelor acordate societăților nefinanciare s-a redus la 6,8% în octombrie, față de 7,1% în septembrie. Această decelerare s-a produs în contextul reducerii necesarului de lichiditate pentru situații de urgență, al nivelului modest al investițiilor și al înăsprii condițiilor de creditare pentru împrumuturile acordate firmelor. Ritmul anual de creștere a împrumuturilor acordate populației s-a situat la 3,1% în octombrie, nivel nemodificat față de luna septembrie. Măsurile de politică monetară ale Consiliului guvernatorilor, alături de măsurile adoptate de autoritățile guvernamentale naționale și de instituțiile europene, rămân esențiale pentru a sprijini condițiile de creditare bancară și accesul la finanțare, îndeosebi pentru entitățile afectate în cea mai mare măsură de ramificațiile pandemiei de coronavirus.

Sprijinul fiscal substanțial a atenuat impactul negativ semnificativ al pandemiei de coronavirus asupra economiei reale. Toate statele zonei euro au suportat costuri fiscale foarte însemnate asociate acestui sprijin, deși aceste costuri au variat considerabil de la o țară la alta. Ca urmare a declinului economic și a sprijinului fiscal, se preconizează că soldul bugetului general consolidat din zona euro va consemna un deficit în

creștere semnificativă în anul 2020, respectiv 8,0% din PIB, comparativ cu 0,6% în 2019, conform proiecțiilor macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2020. Ulterior, ponderea deficitului este anticipată să se diminueze la 6,1% din PIB în anul 2021, 3,9% în 2022 și 3,0% în 2023. Se preconizează că ameliorarea va fi determinată de retragerea treptată a măsurilor de izolare adoptate ca răspuns la situația de urgență, în timp ce componenta ciclică se va îmbunătăți semnificativ abia începând din anul 2022. O orientare ambițioasă și coordonată a politicilor fiscale rămâne esențială, având în vedere contractia pronunțată a economiei zonei euro, deși măsurile fiscale ar trebui să fie țintite și să aibă un caracter temporar. În același timp, cererea scăzută din partea firmelor și a populației și riscul sporit al unei redresări întârziate, având în vedere noile măsuri de izolare ca urmare a celui de-al doilea val al pandemiei, necesită continuarea sprijinului din partea politicilor fiscale naționale. Fondul „Next Generation EU”, care vine în completarea măsurilor fiscale implementate la nivel național, va contribui la o redresare mai rapidă, mai puternică și mai uniformă și va spori reziliența economică și potențialul de creștere a economiilor statelor membre ale UE, îndeosebi dacă fondurile sunt alocate pentru cheltuieli publice productive și sunt însoțite de politici structurale destinate sporirii productivității.

Pachetul de măsuri de politică monetară

Având în vedere repercusiunile economice ale recrudescenței pandemiei și, prin urmare, trenarea inflației pe o perioadă mai prelungită, Consiliul guvernatorilor și-a recalibrat instrumentele de politică monetară în data de 10 decembrie 2020 pentru menținerea unor condiții favorabile de finanțare în perioada pandemiei, în ultimă instanță sprijinind activitatea economică și convergența robustă a ratelor inflației către niveluri inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu.

1. Consiliul guvernatorilor a hotărât ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână neschimbate. 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 majorarea pachetului aferent programului de achiziționare în regim de urgență în caz de pandemie (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) cu 500 miliarde euro, până la o valoare totală de 1 850 miliarde euro. Totodată, a extins orizontul stabilit pentru achizițiile nete efectuate în cadrul PEPP cel puțin până la sfârșitul lunii martie 2022. În orice caz, Eurosistemul va efectua achiziții nete până când Consiliul guvernatorilor va considera că faza de criză a pandemiei de coronavirus a fost depășită. Eurosistemul va efectua

achiziții în cadrul PEPP pentru menținerea unor condiții favorabile de finanțare pe parcursul acestei perioade prelungite. Achizițiile vor fi efectuate de o manieră flexibilă, în conformitate cu condițiile de pe piață și în vederea evitării unei înăspriri a condițiilor de finanțare, care nu este în concordanță cu contracararea impactului în sensul scăderii exercitat de pandemie asupra traiectoriei proiectate a inflației. În plus, flexibilitatea achizițiilor în timp, la nivelul categoriilor de active și între jurisdicții va continua să sprijine transmisia fără sincopă a politicii monetare. Dacă menținerea condițiilor favorabile de finanțare poate fi asigurată prin fluxuri de achiziții de active care nu epuizează pachetul pe parcursul orizontului stabilit pentru achizițiile nete efectuate în cadrul PEPP, nu este necesară utilizarea integrală a pachetului.

De asemenea, pachetul poate fi recalibrat, dacă este necesar, pentru menținerea unor condiții favorabile de finanțare care să contribuie la contracararea șocului negativ generat de pandemie la adresa traiectoriei inflației. Extinderea achizițiilor efectuate în cadrul PEPP pe un orizont mai îndelungat reflectă repercusiunile prelungite ale pandemiei asupra economiei și inflației. Aceasta permite o prezență continuă pe piață și un sprijin mai durabil din partea stimulului monetar al Consiliului guvernatorilor. Menținerea unor condiții favorabile de finanțare în perioada pandemiei va contribui la reducerea incertitudinilor și la susținerea încrederii, încurajând astfel cheltuielile de consum și investițiile corporative și, în ultimă instanță, sprijinind redresarea economică și favorizând compensarea impactului în sensul scăderii al pandemiei asupra traiectoriei proiectate a inflației. Consiliul guvernatorilor a decis, de asemenea, să prelungească reinvestirea principalului aferent titlurilor ajunse la scadență achiziționate în cadrul PEPP cel puțin până la sfârșitul anului 2023. 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.** Consiliul guvernatorilor a decis o nouă recalibrare a condițiilor aplicabile celei de-a treia serii de operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung (OTRTL III). Mai exact, a decis extinderea cu 12 luni, până în iunie 2022, a perioadei în care se vor aplica condiții net mai favorabile. Vor fi efectuate, de asemenea, trei operațiuni suplimentare în perioada iunie-decembrie 2021. Totodată, Consiliul guvernatorilor a decis să majoreze volumul total al împrumuturilor pe care contrapartidele vor avea dreptul să le contracteze în cadrul OTRTL III, de la 50% la 55% din stocul aferent împrumuturilor eligibile. Pentru a încuraja băncile să mențină nivelul actual al creditării bancare, condițiile de creditare în cadrul OTRTL III recalibrate vor fi disponibile numai pentru băncile care ating un nou obiectiv de performanță în materie de creditare. Extinderea perioadei cu rate scăzute ale dobânzilor asociate pandemiei, adăugarea unui număr mai mare de operațiuni și majorarea volumului împrumuturilor care pot fi acordate vor menține condițiile foarte atractive de finanțare pentru bănci. Aceasta va contribui la asigurarea oferiții în continuare de către acestea a unor condiții favorabile de

creditare și a accesării unui volum amplu de lichiditate pentru acordarea de împrumuturi populației și firmelor.

4. Consiliul guvernatorilor a decis să prelungească până în iunie 2022 durata setului de măsuri de relaxare privind garanțiile, pe care le-a adoptat la 7 și 22 aprilie 2020. Prelungirea acestor măsuri va continua să asigure că băncile pot utiliza pe deplin operațiunile de furnizare de lichiditate ale Eurosistemului, îndeosebi OTRTL recalibrate. Consiliul guvernatorilor va reevalua măsurile de relaxare privind garanțiile anterior lunii iunie 2022, asigurând că nu este afectată participarea contrapartidelor Eurosistemului la OTRTL III.
5. Consiliul guvernatorilor a decis, de asemenea, să ofere, în anul 2021, patru operațiuni suplimentare de refinanțare pe termen mai lung în regim de urgență în caz de pandemie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations – PELTRO*), care vor continua să asigure un mecanism de sprijin eficace destinat furnizării de lichiditate.
6. Achizițiile nete în cadrul programului de achiziționare de active (*asset purchase programme – APP*) vor continua într-un ritm lunar de 20 miliarde euro. 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.
7. Facilitatea repo a Eurosistemului pentru băncile centrale (*Eurosystem repo facility for central banks – EUREP*) și toate liniile repo și de *swap* temporare cu bănci centrale din afara zonei euro vor fi extinse până în luna martie 2022.
8. Nu în ultimul rând, Consiliul guvernatorilor a decis efectuarea în continuare a operațiunilor periodice de creditare sub forma unor licitații cu rată fixă a dobânzii și alocare integrală, în condițiile în vigoare, atât timp cât va fi necesar.

Măsurile de politică monetară adoptate de Consiliul guvernatorilor vor contribui la menținerea unor condiții favorabile de finanțare în perioada pandemiei, sprijinind astfel fluxul de credite către toate sectoarele economiei, susținând activitatea economică și protejând stabilitatea

prețurilor pe termen mediu. În același timp, incertitudinile rămân pronunțate, inclusiv cu privire la dinamica pandemiei și la calendarul introducerii vaccinurilor. Consiliul guvernatorilor va continua, de asemenea, să monitorizeze evoluția cursului de schimb în ceea ce privește implicațiile posibile ale acesteia asupra perspectivelor inflației pe termen mediu. Consiliul guvernatorilor este, prin urmare, 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-20-008-RO-N (pdf)