



Evoluții economice și monetare

Sinteză

Consiliul guvernatorilor a decis, în data de 15 decembrie 2022, să majoreze cu 50 puncte de bază cele trei rate ale dobânzilor reprezentative ale BCE și, pe baza revizuirii substanțiale în sens ascendent a perspectivelor inflației, anticipează majorarea în continuare a acestora. Mai exact, Consiliul guvernatorilor consideră că ratele dobânzilor vor trebui încă să crească semnificativ într-un ritm constant, în vederea atingerii unor niveluri suficient de restrictive pentru a asigura revenirea la momentul oportun a inflației la nivelul țintei de 2% pe termen mediu. Menținerea ratelor dobânzilor la niveluri restrictive va reduce, în timp, inflația prin frânarea cererii și va proteja, de asemenea, împotriva riscului unor valori crescute persistente ale anticipațiilor privind inflația. 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.

Ratele dobânzilor reprezentative ale BCE constituie instrumentul principal al Consiliului guvernatorilor pentru definirea orientării politicii monetare. În cadrul ședinței din luna decembrie, Consiliul guvernatorilor a dezbătut, de asemenea, o serie de principii pentru normalizarea deținerilor Eurosistemului de titluri de valoare în scopuri de politică monetară. De la începutul lunii martie 2023, portofoliul aferent programului de achiziționare de active (*asset purchase programme* – APP) se va reduce într-un ritm măsurat și previzibil, în condițiile în care Eurosistemul nu va reinvesti în totalitate principalul aferent titlurilor ajunse la scadență. Scăderea va fi, în medie, de 15 miliarde EUR pe lună până la finele trimestrului II 2023, ritmul ulterior al acesteia urmând să fie determinat în timp.

În cadrul ședinței sale din luna februarie 2023, Consiliul guvernatorilor va anunța parametrii detaliați ai reducerii deținerilor în cadrul APP. Consiliul guvernatorilor va reevalua periodic ritmul reducerii portofoliului APP pentru a asigura că acesta rămâne consecvent cu strategia și orientarea generală a politicii monetare, pentru a prezerva funcționarea pieței și pentru a menține sub un control strict condițiile de pe piața monetară

pe termen scurt. Până la sfârșitul anului 2023, Consiliul guvernatorilor va efectua, de asemenea, o evaluare a cadrului său operațional de orientare a ratelor dobânzilor pe termen scurt, care va oferi informații cu privire la punctul final al procesului de normalizare a bilanțului.

Decizia Consiliului guvernatorilor din cadrul ședinței din luna decembrie 2022 de a majora ratele dobânzilor, precum și anticipația sa privind majorarea semnificativă în continuare a acestora sunt motivate de faptul că inflația se menține la niveluri mult prea ridicate și este proiectată să rămână superioară țintei o perioadă prea îndelungată. Potrivit estimării preliminare a Eurostat, inflația s-a situat la 10,0% în luna noiembrie, nivel ușor inferior celui de 10,6% înregistrat în octombrie. Scăderea a fost generată, în principal, de dinamica mai redusă a prețurilor produselor energetice. Dinamica prețurilor alimentelor și presiunile inflaționiste la nivelul inflației de bază din întreaga economie s-au intensificat și vor persista o perioadă. În condițiile unui grad excepțional de incertitudine, experții Eurosistemului și-au revizuit semnificativ în sens ascendent proiecțiile privind inflația. Aceștia consideră, în prezent, că rata medie a inflației va ajunge la 8,4% în anul 2022 și se va reduce la 6,3% în 2023, anticipându-se o scădere pronunțată a inflației pe parcursul anului. Ulterior, inflația este proiectată să se situeze, în medie, la 3,4% în anul 2024 și la 2,3% în 2025. Conform proiecțiilor, inflația exclusiv produse energetice și alimente va fi, în medie, de 3,9% în 2022 și se va majora la 4,2% în 2023, urmând să se reducă la 2,8% în 2024 și 2,4% în 2025.

Economia zonei euro poate înregistra o contracție în trimestrul IV 2022 și în trimestrul I 2023, pe seama crizei energetice, a gradului ridicat de incertitudine, a temperării activității economice mondiale și a condițiilor de finanțare mai restrictive. Potrivit proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2022, o recesiune ar fi relativ de scurtă durată și superficială. Cu toate acestea, se anticipează o creștere economică modestă în anul 2023, aceasta fiind revizuită semnificativ în sens descendent comparativ cu proiecțiile pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2022. Pe termen mai lung, se proiectează o redresare a creșterii economice, pe fondul dispărării influențelor nefavorabile actuale. În ansamblu, proiecțiile din luna decembrie 2022 estimează, în prezent, o creștere economică de 3,4% în 2022, de 0,5% în 2023, de 1,9% în 2024 și de 1,8% în 2025.

Activitatea economică

Perspectivile economice globale s-au deteriorat într-un context marcat de incertitudini geopolitice pronunțate, inflație ridicată și în creștere, precum și condiții financiare restrictive. Conform proiecțiilor macroeconomice din luna decembrie 2022, dinamica PIB real mondial (exceptând zona euro)

este proiectată să se tempereze la 2,6% în anul 2023, un ritm inferior mediei pe termen lung, iar ulterior să se redreseze treptat la 3,1% în 2024 și 3,3% în 2025. Aceste perspective sunt mai modeste decât cele din proiecțiile din luna septembrie 2022. Perspectivele privind schimburile comerciale internaționale și cererea externă adresată zonei euro s-au deteriorat, de asemenea, comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2022. Presiunile inflaționiste globale se mențin generalizate și ridicate pe fondul cererii încă relativ robuste, al condițiilor tensionate de pe piețele forței de muncă și prețurilor ridicate ale alimentelor. Totuși, se anticipează o scădere a acestor presiuni pe seama stabilizării piețelor materiilor prime și a temperării 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 presiunilor inflaționiste pe plan mondial.

Creșterea economică în zona euro a încetinit la 0,3% în trimestrul III 2022. Inflația ridicată și condițiile de finanțare mai restrictive frânează cheltuielile și producția prin reducerea veniturilor reale ale populației și alimentarea creșterii costurilor firmelor. Economia mondială consemnează, de asemenea, o încetinire în contextul incertitudinilor geopolitice persistente, îndeosebi ca urmare a războiului nejustificat al Rusiei împotriva Ucrainei și a poporului acestei țări, și al înăsprii condițiilor de finanțare pe plan internațional. Deteriorarea anterioară a raportului de schimb, reflectând creșterea mai rapidă a prețurilor importurilor comparativ cu cele ale exporturilor, continuă să afecteze puterea de cumpărare în zona euro.

În ceea ce privește aspectele pozitive, ocuparea forței de muncă a crescut cu 0,3% în trimestrul III, iar șomajul a atins un nou nivel minim istoric de 6,5% în luna octombrie. Se estimează că majorările salariale vor compensa parțial erodarea puterii de cumpărare, sprijinind consumul. Totuși, pe fondul pierderii de ritm a economiei, este probabilă o încetinire a creării de locuri de muncă, șomajul putând consemna o creștere în trimestrele următoare.

Perspectivele zonei euro au consemnat o relativă deteriorare, pe fondul unei creșteri economice mai modeste și al unei inflații mai ridicate și mai persistente decât s-a estimat în proiecțiile din luna septembrie 2022. În prezent, experții anticipează o recesiune de scurtă durată și superficială în zona euro la începutul anului. Pe fondul manifestării consecințelor economice ale războiului din Ucraina, care alimentează presiunile inflaționiste puternice, încrederea consumatorilor și cea a sectorului corporativ s-au menținut scăzute, în timp ce veniturile disponibile reale sunt erodate, iar creșterea vertiginoasă a presiunilor din partea costurilor restrânge producția, în special în sectoarele energointensive. Se estimează că repercusiunile economice negative vor fi parțial atenuate de măsurile de

politică fiscală. În plus, nivelurile ridicate ale stocurilor de gaze naturale și eforturile actuale de diminuare a cererii și de substituie a gazelor naturale rusești cu surse alternative implică anticipații potrivit cărora zona euro va evita necesitatea impunerii pe parcursul orizontului de proiecție a unor reduceri obligatorii ale producției ca urmare a penuriei de energie, deși riscurile unor sincope în aprovizionarea cu produse energetice rămân ridicate, în special pentru iarna 2023-2024. Pe termen mediu, pe fondul reechilibrării pieței energiei, se anticipează diminuarea incertitudinilor și ameliorarea veniturilor reale. Prin urmare, se așteaptă o revigorare a creșterii economice, susținută, de asemenea, de consolidarea cererii externe și de soluționarea blocajelor încă existente la nivelul ofertei, în pofida condițiilor de finanțare mai puțin favorabile. Potrivit anticipațiilor, piața forței de muncă va rămâne relativ rezilientă la recesiunea ușoară care urmează, reflectând strategiile de menținere a numărului de angajați pe fondul unor deficite încă semnificative de forță de muncă. Pe ansamblu, se estimează o încetinire considerabilă a creșterii medii anuale a PIB real, de la 3,4% în 2022 la 0,5% în 2023, urmată de o redresare la 1,9% în 2024 și la 1,8% în 2025. Comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2022, perspectivele creșterii PIB au fost revizuite în sens ascendent cu 0,3 puncte procentuale pentru 2022, pe seama rezultatelor peste așteptări din perioada verii, și în sens descendent cu 0,4 puncte procentuale pentru 2023, rămânând neschimbate pentru 2024.

Conform proiecțiilor din luna decembrie 2022, soldul bugetar al zonei euro se va deteriora în anul 2023, urmând să se amelioreze ulterior, iar datoria publică este proiectată să se reducă pe parcursul întregului orizont de proiecție. După o evoluție mai favorabilă estimată pentru 2022 (de la -5,1% din PIB în 2021 la -3,5% în 2022), soldul bugetar este proiectat să se reducă la -3,7% în 2023. Noi îmbunătățiri sunt estimate în 2024 și, într-o măsură mai mică, în 2025, când soldul bugetar este proiectat să se situeze la -2,6% din PIB; totuși, acesta este încă net inferior nivelului din perioada pre-pandemie (-0,6%). După creșterea pronunțată din 2020, se estimează că datoria publică agregată a zonei euro se va reduce pe parcursul orizontului de proiecție, ajungând la 88% din PIB în 2025, nivel încă superior celui din perioada pre-pandemie (84%).

Acest declin preconizat se datorează cu precădere diferențialelor favorabile dintre rata dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB pe seama dinamicii PIB nominal, care anulează complet deficitele primare persistente, deși în scădere.

Măsurile de sprijin fiscal destinate protejării economiei față de impactul prețurilor ridicate ale produselor energetice ar trebui să fie temporare, țintite și adaptate în vederea menținerii stimulentei pentru reducerea consumului de energie. Este probabil ca măsurile fiscale care nu respectă

aceste principii să exacerbeze presiunile inflaționiste, ceea ce ar necesita un răspuns mai ferm din partea politicii monetare. De asemenea, în concordanță cu cadrul de guvernare economică al UE, politicile fiscale ar trebui orientate către sporirea productivității economiei zonei euro și diminuarea progresivă a datoriei publice ridicate. Politicile destinate îmbunătățirii capacității de producție a zonei euro, îndeosebi în sectorul energetic, pot contribui la reducerea presiunilor asupra prețurilor pe termen mediu. În acest scop, autoritățile guvernamentale ar trebui să implementeze rapid planurile de investiții și de reforme structurale prevăzute în cadrul programului „Next Generation EU”. Reformarea cadrului de guvernare economică al UE ar trebui finalizată rapid.

Inflația

Inflația s-a redus la 10,0% în luna noiembrie, în principal pe seama dinamicii mai scăzute a prețurilor produselor energetice, dinamica prețurilor serviciilor consemnând, de asemenea, o ușoară diminuare. Cu toate acestea, dinamica prețurilor alimentelor s-a intensificat în continuare la 13,6%, în condițiile în care costurile ridicate cu factorii de producție în industria alimentară s-au propagat la nivelul prețurilor de consum. Presiunile asupra prețurilor rămân puternice în toate sectoarele, parțial ca urmare a impactului costurilor ridicate ale produselor energetice la nivelul întregii economii. Inflația exclusiv produse energetice și alimente s-a menținut nemodificată la 5,0% în luna noiembrie, alte măsuri ale inflației de bază situându-se, de asemenea, la niveluri ridicate.

Măsurile fiscale destinate gospodăriilor populației pentru compensarea prețurilor ridicate ale produselor energetice și a inflației ar trebui să frâneze inflația pe parcursul anului 2023, dar retragerea acestora va determina ulterior intensificarea inflației. Blocajele la nivelul ofertei se diminuează treptat, deși efectele lor contribuie încă la inflație, alimentând în special creșterea prețurilor bunurilor. Același lucru este valabil și în cazul ridicării restricțiilor pandemice: deși se atenuază, efectul cererii reprimite încă impulsionează prețurile, în special în sectorul serviciilor. Deprecierea euro înregistrată în anul 2022 continuă, de asemenea, să se repercuteze asupra prețurilor de consum.

Dinamica câștigurilor salariale se intensifică, sprijinită de piețele robuste ale forței de muncă și de o relativă recuperare a decalajelor între creșterea salariilor și inflația ridicată, în scopul compensării forței de muncă. În condițiile în care acești factori ar trebui să se mențină, proiecțiile experților Eurosistemului din luna decembrie 2022 estimează creșteri salariale în ritmuri net superioare mediilor istorice, care vor alimenta inflația pe întreaga perioadă a proiecției. Cea mai mare parte a măsurilor anticipațiilor

privind inflația pe termen mai lung se situează, în prezent, la circa 2%, deși noi revizuirii peste țintă ale unor indicatori impun continuarea monitorizării.

În condițiile unui grad excepțional de incertitudine, experții Eurosistemului și-au revizuit semnificativ în sens ascendent proiecțiile privind inflația. Se estimează că rata medie a inflației va scădea de la 8,4% în 2022 la 6,3% în 2023, inflația reducându-se de la 10% în trimestrul IV 2022 la 3,6% în trimestrul IV 2023. Ulterior, inflația este așteptată să se diminueze, în medie, la 3,4% în anul 2024 și la 2,3% în 2025. Scăderea inflației pe parcursul orizontului de proiecție reflectă efectele de bază puternice în sensul scăderii asociate produselor energetice pe parcursul anului 2023, impactul gradual al normalizării politicii monetare a BCE, care a început în luna decembrie 2021, perspectivele mai puțin favorabile ale creșterii economice și reducerea estimată a prețurilor produselor energetice și ale materiilor prime alimentare, în concordanță cu cotațiile *futures*, precum și ipoteza conform căreia anticipațiile privind inflația pe termen mai lung vor rămâne ancorate. Se previzionează că inflația totală va coborî la nivelul țintei inflației de 2% pe termen mediu a BCE în a doua jumătate a anului 2025, în timp ce inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente se va menține peste nivelul de 2% pe parcursul orizontului de proiecție. Această persistență este determinată de efectele indirecte întârziate ale prețurilor ridicate ale produselor energetice și de deprecierea pronunțată anterioară a euro (în pofida ușoarei aprecieri recente), precum și de piețele robuste ale forței de muncă și de efectele de compensare a inflației asupra câștigurilor salariale, care vor crește, potrivit anticipațiilor, în ritmuri net superioare mediilor istorice în termeni nominali (deși, în termeni reali, acestea se mențin sub nivelurile înregistrate înainte de războiul din Ucraina pe parcursul întregului orizont de proiecție). Comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2022, inflația totală a fost revizuită substanțial în sens ascendent pentru 2022 (cu 0,3 puncte procentuale), 2023 (cu 0,8 puncte procentuale) și 2024 (cu 1,1 puncte procentuale), reflectând datele recente peste așteptări, reevaluarea intensității și persistenței presiunilor inflaționiste din partea costurilor, precum și a propagării acestora, o dinamică mai robustă a câștigurilor salariale și majorarea prețurilor materiilor prime alimentare. Aceste efecte în sensul creșterii au anulat complet impactul în sensul scăderii al ipotezelor privind reducerea prețurilor petrolului, ale gazelor naturale și ale energiei electrice, diminuarea mai rapidă a blocajelor la nivelul ofertei, aprecierea recentă a euro și perspectivele mai modeste ale creșterii economice. Este important de menționat că noile măsuri fiscale decise în perioada parcursă de la proiecțiile din luna septembrie 2022, majoritatea acestora vizând reducerea creșterilor prețurilor produselor energetice în 2023, limitează revizuirea în sens ascendent a inflației în 2023, dar contribuie semnificativ la revizuirea în sens ascendent pentru anul 2024, pe fondul preconizatei expirări a multora dintre aceste măsuri.

Evaluarea riscurilor

Balanța riscurilor la adresa perspectivelor creșterii economice înclină în sensul scăderii, îndeosebi pe termen scurt. Războiul împotriva Ucrainei rămâne un risc semnificativ în sensul scăderii la adresa economiei. Costurile aferente produselor energetice și alimentelor ar putea, de asemenea, persista la niveluri peste așteptări. O încetinire mai pronunțată decât se anticipează a economiei mondiale ar putea constitui un factor inhibitor suplimentar la adresa creșterii în zona euro.

Balanța riscurilor asociate perspectivelor inflației înclină cu precădere în sensul creșterii. Pe termen scurt, presiunile existente din partea costurilor ar putea conduce la avansuri mai puternice decât cele estimate la nivelul prețurilor cu amănuntul ale produselor energetice și ale alimentelor. Pe termen mediu, riscurile sunt generate cu precădere de factori interni precum creșterea persistentă a anticipațiilor privind inflația peste nivelul țintei BCE de 2% sau majorările salariale peste așteptări. În schimb, o scădere a costurilor produselor energetice sau moderarea în continuare a cererii ar diminua presiunile asupra prețurilor.

Condițiile financiare și monetare

Pe măsură ce BCE întărește politica monetară, costul împrumuturilor acordate firmelor și populației devine mai ridicat. Creditarea bancară a firmelor rămâne robustă, în condițiile în care firmele înlocuiesc obligațiunile cu împrumuturi bancare și utilizează creditele pentru a finanța costurile mai ridicate asociate producției și investițiilor. Populația se împrumută mai puțin, ca urmare a standardelor de creditare mai restrictive, a majorării ratelor dobânzilor, a deteriorării perspectivelor pieței imobiliare și a reducerii încrederii consumatorilor.

În concordanță cu strategia de politică monetară, Consiliul guvernatorilor efectuează, de două ori pe an, o evaluare aprofundată a interconexiunii dintre politica monetară și stabilitatea financiară. Contextul stabilității financiare s-a deteriorat de la ultima evaluare din luna iunie 2022, pe seama temperării economiei și a creșterii riscului de credit. În plus, vulnerabilitățile legate de datoriile suverane s-au accentuat pe fondul perspectivelor economice mai puțin favorabile și al pozițiilor fiscale mai precare. Condițiile de finanțare mai restrictive ar reduce acumularea de vulnerabilități financiare și ar diminua riscurile extreme la adresa inflației pe termen mediu, cu prețul intensificării riscului unor tensiuni sistemice și a riscurilor în sensul scăderii la adresa creșterii economice pe termen scurt. În plus, necesarul de lichiditate al instituțiilor financiare nebancale poate amplifica volatilitatea piețelor. Pe de altă parte, băncile din zona euro dispun de

niveluri confortabile de capital, care contribuie la reducerea efectelor colaterale ale întăririi politicii monetare asupra stabilității financiare. Politica macroprudențială rămâne prima linie de apărare pentru menținerea stabilității financiare și combaterea vulnerabilităților pe termen mediu.

Deciziile de politică monetară

În cadrul ședinței din luna decembrie 2022, Consiliul guvernatorilor a decis să majoreze cu 50 puncte de bază cele trei rate ale dobânzilor reprezentative ale BCE și, pe baza revizuirii substanțiale în sens ascendent a perspectivelor inflației, anticipează majorarea în continuare a acestora. 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 2,50%, 2,75% și, respectiv, 2,00% începând cu data de 21 decembrie 2022. Consiliul guvernatorilor consideră că ratele dobânzilor vor trebui încă să crească semnificativ într-un ritm constant, în vederea atingerii unor niveluri suficient de restrictive pentru a asigura revenirea la momentul oportun a inflației la nivelul țintei de 2% pe termen mediu. Menținerea ratelor dobânzilor la niveluri restrictive va reduce, în timp, inflația prin frânarea cererii și va proteja, de asemenea, împotriva riscului unor valori crescute persistente ale anticipațiilor privind inflația. 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 intenționează să continue reinvestirea, în totalitate, a principalului aferent titlurilor ajunse la scadență achiziționate în cadrul APP până la sfârșitul lunii februarie 2023. Ulterior, portofoliul aferent APP se va reduce într-un ritm măsurat și previzibil, în condițiile în care Eurosistemul nu va mai reinvesti în totalitate principalul aferent titlurilor ajunse la scadență. Scăderea va fi, în medie, de 15 miliarde EUR pe lună până la finele trimestrului II 2023, ritmul ulterior al acesteia urmând să fie determinat în timp. 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 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.

În condițiile în care 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 contribuie la orientarea politicii sale monetare.

Consiliul guvernatorilor este pregătit să își ajusteze toate instrumentele în cadrul mandatului său pentru a asigura revenirea inflației 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, 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-22-004-RO-N (pdf)