



## Evoluții economice, financiare și monetare

### Sinteză

Consiliul guvernatorilor a decis, în cadrul ședinței din data de 14 decembrie 2023, menținerea nivelurilor actuale ale celor trei rate ale dobânzilor reprezentative ale BCE. Deși inflația s-a redus în ultimele luni, este probabil ca aceasta să înregistreze din nou o intensificare temporară pe termen scurt<sup>1</sup>. Potrivit proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2023, inflația va consemna o scădere graduală în cursul anului 2024, urmând să se apropie de ținta de 2% a Consiliului guvernatorilor în 2025. În ansamblu, experții Eurosistemului anticipează că rata inflației totale se va situa, în medie, la 5,4% în 2023, 2,7% în 2024, 2,1% în 2025 și 1,9% în 2026. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2023, aceste niveluri reprezintă o revizuire în sens descendent pentru 2023 și, în special, pentru 2024.

Inflația de bază s-a diminuat în continuare, dar presiunile inflaționiste interne rămân ridicate, în principal pe seama dinamicii robuste a costurilor unitare cu forța de muncă. Experții Eurosistemului anticipează că inflația exclusiv produse energetice și alimente se va situa, în medie, la 5,0% în 2023, 2,7% în 2024, 2,3% în 2025 și 2,1% în 2026.

Majorările anterioare ale ratelor dobânzilor continuă să se transmită de o manieră solidă la nivelul economiei. Condițiile mai restrictive de finanțare frânează cererea, ceea ce contribuie la reducerea inflației. Experții Eurosistemului anticipează menținerea creșterii economice la niveluri modeste pe termen scurt. Ulterior, se previzionează o redresare a economiei pe seama majorării veniturilor reale – în condițiile în care populația beneficiază de scăderea inflației și de creșteri salariale –, precum și a ameliorării cererii externe. Prin urmare, experții Eurosistemului anticipează o intensificare a creșterii economice, în medie, de la 0,6% în 2023 la 0,8% în 2024 și la 1,5% în 2025 și 2026.

<sup>1</sup> Data-limită pentru datele incluse în această ediție a Buletinului economic a fost 13 decembrie 2023.

Consiliul guvernatorilor este hotărât să asigure revenirea la momentul oportun a inflației la nivelul țintei sale de 2% pe termen mediu. 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 acest obiectiv. 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.

Ratele dobânzilor reprezentative ale BCE constituie instrumentul principal pentru definirea orientării politicii monetare. În cadrul ședinței din data de 14 decembrie 2023, Consiliul guvernatorilor a decis, de asemenea, să devanseze normalizarea bilanțului Eurosistemului. Consiliul guvernatorilor intenționează să continue, în semestrul I 2024, reinvestirea în totalitate a principalului aferent titlurilor ajunse la scadență achiziționate în cadrul programului de achiziționare în regim de urgență în caz de pandemie (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP). În semestrul II, Consiliul guvernatorilor intenționează să reducă portofoliul PEPP, în medie, cu 7,5 miliarde euro pe lună. Consiliul guvernatorilor intenționează să sisteze reinvestirile în cadrul PEPP la sfârșitul anului 2024.

## Activitatea economică

Economia zonei euro s-a contractat ușor în trimestrul III 2023, mai ales pe seama unei reduceri a stocurilor. Este probabil ca înăsprirea condițiilor de finanțare și cererea externă scăzută să inhibe în continuare activitatea economică pe termen scurt. Perspectivele sunt deosebit de modeste pentru sectorul construcțiilor și cel prelucrător, cele mai afectate de majorarea ratelor dobânzilor. Se preconizează că și activitatea în sectorul serviciilor va înregistra o moderare în lunile următoare. Această evoluție se datorează efectelor de propagare generate de activitatea industrială mai modestă, disipării efectelor asociate redeschiderii economiei și generalizării impactului condițiilor mai restrictive de finanțare.

Piața forței de muncă continuă să sprijine economia. Rata șomajului s-a situat la 6,5% în luna octombrie, iar ocuparea forței de muncă a crescut cu 0,2% în trimestrul III. Pe de altă parte, temperarea activității economice frânează cererea de lucrători, firmele anunțând mai puține oferte de locuri de muncă în ultimele luni. În plus, deși numărul persoanelor ocupate este

mai ridicat, numărul total de ore lucrate s-a redus marginal cu 0,1% în trimestrul III.

Conform proiecțiilor din luna decembrie 2023, indicatorii pe termen scurt disponibili sugerează că activitatea economică se va menține modestă în trimestrul IV 2023. Cu toate acestea, se previzionează o intensificare a creșterii economice începând cu prima parte a anului 2024, pe măsură ce veniturile disponibile reale se majorează, susținute de reducerea inflației, de creșterile salariale robuste și de reziliența ocupării forței de muncă, iar dinamica exporturilor se aliniază la ameliorarea cererii externe. Impactul întăririi politicii monetare a BCE și al condițiilor nefavorabile pe partea ofertei de credite continuă să se propage la nivelul economiei, afectând perspectivele creșterii pe orizontul apropiat. Se anticipează că aceste efecte inhibitoare se vor disipa ulterior în cadrul orizontului de proiecție, sprijinind creșterea economică. Pe ansamblu, se anticipează o încetinire a ritmului mediu anual de creștere a PIB real de la 3,4% în 2022 la 0,6% în 2023, urmată de o redresare la 0,8% în 2024 și de o stabilizare la 1,5% în 2025 și 2026. Comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2023, perspectivele creșterii PIB au fost revizuite în sens ușor descendent pentru perioada 2023-2024, pe seama datelor publicate recent și a deteriorării indicatorilor din sondaje, în timp ce pentru anul 2025 acestea sunt nerevizuite.

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 o politică monetară și mai restrictivă. Politicile fiscale ar trebui elaborate astfel încât să sporească productivitatea economiei zonei euro și să reducă progresiv nivelul ridicat al datoriei publice. Reformele structurale și investițiile destinate îmbunătățirii capacității de producție a zonei euro, care ar fi susținute de implementarea integrală a programului „Next Generation EU”, pot contribui la reducerea presiunilor asupra prețurilor pe termen mediu, sprijinind totodată tranziția ecologică și pe cea digitală. În acest scop, este important să se convină rapid asupra reformării cadrului de guvernare economică al UE. În plus, este imperativ ca progresele în direcția realizării unei uniuni a piețelor de capital și a finalizării uniunii bancare să fie accelerate.

## Inflația

Inflația s-a redus în intervalul octombrie-noiembrie 2023, până la o rată anuală de 2,4% în luna noiembrie, potrivit estimării preliminare a Eurostat. Această scădere a fost generalizată. Dinamica prețurilor produselor energetice a continuat să decelereze, cea a prețurilor alimentelor temperându-se de asemenea, în pofida faptului că s-a menținut, în ansamblu, la niveluri relativ ridicate. În luna decembrie 2023, este probabilă o accelerare a inflației, pe seama unui efect de bază în sensul creșterii asociat costului produselor

energetice. În 2024, experții Eurosistemului anticipează că inflația se va reduce într-un ritm mai lent, ca urmare a unor noi efecte de bază în sensul creșterii și a eliminării treptate a măsurilor fiscale adoptate anterior în vederea limitării repercusiunilor generate de șocul prețurilor produselor energetice.

Inflația exclusiv produse energetice și alimente s-a diminuat cu aproape 1 punct procentual în intervalul octombrie-noiembrie 2023, ajungând la 3,6% în noiembrie. Această evoluție reflectă ameliorarea condițiilor ofertei, disiparea efectelor șocului energetic anterior și impactul întăririi politicii monetare asupra cererii și a poziției firmelor în procesul de stabilire a prețurilor. Rata inflației pentru bunuri și cea pentru servicii s-au redus la 2,9% și, respectiv, 4,0%.

Toate măsurile inflației de bază au consemnat o scădere în luna octombrie, dar presiunile inflaționiste interne s-au menținut ridicate, în principal ca urmare a dinamicii salariale robuste, combinată cu reducerea productivității. Măsurile anticipațiilor privind inflația pe termen mai lung se situează, în cea mai mare parte, la aproximativ 2%, unii indicatori de piață privind măsurile de compensare a inflației diminuându-se, după ce au înregistrat niveluri ridicate.

Conform proiecțiilor din luna decembrie 2023, deși se anticipează o intensificare temporară a inflației, se previzionează continuarea procesului dezinflaționist la nivelul inflației de bază. În pofida unei relative temperări, piața forței de muncă va rămâne tensionată, ceea ce, alături de efectele măsurilor de compensare asociate creșterii anterioare a inflației, ar trebui să mențină dinamica salariilor nominale la un nivel ridicat. Cu toate acestea, se anticipează o moderare a dinamicii salariale pe parcursul orizontului de proiecție, pe fondul estompării treptate a efectelor în sensul creșterii generate de măsurile de compensare a intensificării inflației. Profiturile au înregistrat o majorare semnificativă în 2022, dar ar trebui să se modereze pe parcursul orizontului de proiecție și să acționeze ca un amortizor împotriva propagării costurilor cu forța de muncă. În ansamblu, în ipoteza că anticipațiile privind inflația pe termen mediu vor rămâne ancorate la ținta inflației de 2% stabilită de BCE, se estimează că inflația IAPC totală se va reduce de la 5,4% în 2023 la un nivel mediu de 2,7% în 2024, 2,1% în 2025 și 1,9% în 2026. Comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2023, inflația IAPC a fost revizuită în sens descendent pentru anii 2023 și 2024, în principal ca urmare a rezultatelor recente sub așteptări și a ipotezelor mai puțin favorabile privind prețurile materiilor prime energetice, în timp ce pentru anul 2025 aceasta este nerevizuită.

## Evaluarea riscurilor

Balanța riscurilor la adresa creșterii economice rămâne înclinată în sensul scăderii. Creșterea economică ar putea fi mai redusă, dacă efectele politicii monetare se dovedesc a fi mai puternice decât s-a anticipat. O evoluție mai modestă a economiei mondiale sau încetinirea în continuare a schimburilor comerciale internaționale ar afecta, de asemenea, creșterea economică în zona euro. Războiul nejustificat dus de Rusia în Ucraina și conflictul tragic din Orientul Mijlociu reprezintă principalele surse de risc geopolitic. Drept consecință, firmele și populația pot deveni mai puțin încrezătoare în ceea ce privește viitorul. Expansiunea economică ar putea fi mai ridicată în cazul în care majorarea veniturilor reale sporește cheltuielile într-un ritm superior celui anticipat sau dacă economia mondială înregistrează o creștere peste așteptări.

Riscurile în sensul creșterii la adresa inflației includ intensificarea tensiunilor geopolitice – care ar putea majora prețurile produselor energetice pe orizontul apropiat – și fenomenele meteorologice extreme, care ar putea determina creșterea prețurilor alimentelor. De asemenea, inflația ar putea depăși valorile estimate, în ipoteza plasării anticipațiilor privind inflația peste ținta Consiliului guvernatorilor sau a unor majorări peste așteptări ale salariilor ori marjelor de profit. În schimb, inflația poate consemna evoluții neprevăzute în sensul scăderii în eventualitatea în care politica monetară frânează cererea mai mult decât s-a estimat sau în cazul unei deteriorări neanticipate a mediului economic în restul lumii, parțial ca urmare a intensificării recente a riscurilor geopolitice.

## Condițiile financiare și monetare

Ratele dobânzilor pe piață s-au redus semnificativ de la ședința Consiliului guvernatorilor din data de 26 octombrie 2023 și se situează la niveluri inferioare celor incluse în proiecțiile experților. Politica monetară restrictivă a Consiliului guvernatorilor continuă să se transmită de o manieră solidă la nivelul condițiilor de finanțare generale. Ratele dobânzilor active s-au majorat din nou în luna octombrie, la 5,3% în cazul împrumuturilor acordate firmelor și la 3,9% în cel al creditelor ipotecare.

Ratele mai ridicate ale dobânzilor la împrumuturi, cererea modestă de împrumuturi și oferta de credite mai restrictivă au continuat să tempereze dinamica activității de creditare. Împrumuturile acordate firmelor s-au redus într-un ritm anual de 0,3% în luna octombrie, iar cele acordate populației s-au menținut, de asemenea, la un nivel scăzut, înregistrând un ritm anual de creștere de 0,6%. Pe fondul încetirii creditării și al reducerii bilanțului Eurosistemului, masa monetară în sens larg, măsurată cu ajutorul

agregatului M3, a continuat să se restrângă. În luna octombrie, aceasta s-a diminuat într-un ritm anual de 1,0%.

În concordanță cu strategia sa de politică monetară, Consiliul guvernatorilor a efectuat o evaluare aprofundată a conexiunilor dintre politica monetară și stabilitatea financiară. Băncile din zona euro și-au demonstrat reziliența. Acestea dispun de rate ridicate ale fondurilor proprii și au devenit mult mai profitabile în ultimul an. Perspectivele stabilității financiare rămân însă fragile în contextul actual caracterizat de înăsprirea condițiilor de finanțare, de o creștere economică modestă și de tensiuni geopolitice. Mai exact, situația s-ar putea deteriora în cazul în care costurile de finanțare ale băncilor s-ar majora peste așteptări sau dacă un număr mai mare de debitori s-ar confrunta cu dificultăți în ceea ce privește rambursarea împrumuturilor. În același timp, impactul global al unui astfel de scenariu asupra economiei ar trebui să fie limitat în eventualitatea în care piețele financiare reacționează de o manieră ordonată. Politica macroprudențială rămâne prima linie de apărare împotriva acumulării de vulnerabilități financiare, iar măsurile introduse contribuie la menținerea rezilienței sistemului financiar.

## Deciziile de politică monetară

Rata dobânzii la operațiunile principale de refinanțare și ratele dobânzilor la facilitatea de creditare marginală și la facilitatea de depozit rămân nemodificate la nivelurile de 4,50%, 4,75% și, respectiv, 4,00%.

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.

Consiliul guvernatorilor intenționează să continue, în semestrul I 2024, reinvestirea în totalitate a principalului aferent titlurilor ajunse la scadență achiziționate în cadrul PEPP. În semestrul II, Consiliul guvernatorilor intenționează să reducă portofoliul PEPP, în medie, cu 7,5 miliarde euro pe lună. Consiliul guvernatorilor intenționează să sisteze reinvestirile în cadrul PEPP la sfârșitul anului 2024.

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

Consiliul guvernatorilor a decis, în cadrul ședinței din data de 14 decembrie 2023, menținerea nivelurilor actuale ale celor trei rate ale dobânzilor reprezentative ale BCE. Consiliul guvernatorilor este hotărât să asigure revenirea la momentul oportun a inflației la nivelul țintei de 2% pe termen mediu. 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 pentru a asigura această revenire. Consiliul guvernatorilor va continua să urmeze o abordare bazată pe date pentru a determina nivelul de restrictivitate și durata corespunzătoare de aplicare a acesteia.

Consiliul guvernatorilor intenționează să reducă portofoliul PEPP în semestrul II 2024 și să sisteze reinvestirile în cadrul PEPP la sfârșitul anului 2024.

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, 2024

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-23-004-RO-N (pdf)