



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

## EVOLUȚII ECONOMICE ȘI MONETARE

### SINTEZĂ

**În vederea îndeplinirii mandatului BCE privind stabilitatea prețurilor, Consiliul guvernatorilor a adoptat o serie de măsuri de politică monetară menite să asigure un nivel suficient de acomodare monetară.** Ulterior inițiativelor de politică monetară adoptate de BCE în intervalul iunie-septembrie 2014, respectiv reduceri suplimentare ale ratelor dobânzilor reprezentative, introducerea operațiunilor țintite de refinanțare pe termen mai lung (OTRRTL) și achiziții de active selecționate din sectorul privat (în cadrul programului de achiziționare de titluri garantate cu active și al celui de-al treilea program de achiziționare de obligațiuni garantate), Consiliul guvernatorilor a decis în luna ianuarie 2015 extinderea programului de achiziționare de active, astfel încât acesta să includă, începând din luna martie, titluri în euro cu risc redus (*investment grade*) emise de administrații guvernamentale și agenții din zona euro și de instituții europene. Achizițiile lunare cumulate de titluri emise de sectorul public și de cel privat se vor ridica la 60 miliarde EUR. Se intenționează efectuarea acestora până la sfârșitul lunii septembrie 2016 și, în orice caz, până când Consiliul guvernatorilor va constata o ajustare susținută a traiectoriei inflației, care să fie în concordanță cu obiectivul de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu.

**Programul de achiziționare de active a determinat deja ameliorarea semnificativă a condițiilor financiare în sens larg.** Atât în decembrie 2014, cât și în cea mai mare parte a lunii ianuarie 2015, evoluțiile de pe piețele financiare au fost imprimate în principal de anticipațiile pieței cu privire la anunțul derulării programului de achiziționare de active. În acest context, randamentele obligațiunilor din zona euro s-au diminuat pe toată gama de instrumente, scadențe și emitenți, iar în numeroase cazuri au atins noi minime istorice. Întrucât declinul consemnat de randamentele obligațiunilor suverane pe termen lung cu rating AAA din zona euro s-a produs simultan cu majorarea randamentelor obligațiunilor echivalente din Statele Unite, tendința de decuplare a celor două traiectorii a continuat. La rândul lor, randamentele obligațiunilor guvernamentale cu calificative inferioare din zona euro s-au redus de asemenea, însă evoluția acestora s-a caracterizat printr-un grad mai ridicat de volatilitate, pe fondul incertitudinilor referitoare la menținerea accesului Greciei la asistența financiară. *Spread*-urile aferente obligațiunilor corporative din categoria *investment grade* și-au continuat declinul, iar cele aferente titlurilor garantate cu active

s-au menținut relativ stabile. Ca urmare a anunțului privind programul de achiziționare de active, randamentele obligațiunilor din zona euro au continuat să scadă, în timp ce cotațiile acțiunilor s-au majorat considerabil. Euro a înregistrat o depreciere pronunțată în ultimele luni.

**Evoluțiile favorabile de pe piețele financiare au condus la diminuarea costurilor finanțării băncilor, care s-a transmis treptat asupra costurilor finanțării sectorului privat din surse externe.** Măsurile de politică monetară ale BCE au avut drept rezultat îmbunătățirea condițiilor de finanțare a băncilor, randamentele obligațiunilor bancare negarantate atingând minime istorice în trimestrul IV 2014. Această ameliorare s-a transmis progresiv în ratele dobânzilor la creditele bancare acordate gospodăriilor populației și societăților nefinanciare, care au consemnat o diminuare substanțială în ultimele două trimestre ale anului 2014. Reducerea costurilor finanțării băncilor și a ratelor dobânzilor active în semestrul II 2014 poate fi parțial atribuită OTRTL, care vizează îmbunătățirea accesului băncilor la lichiditate pe termen mai lung și dinamizarea activității de creditare a economiei reale. De asemenea, este posibil ca OTRTL să fi contribuit și la îngustarea marjelor la împrumuturile acordate gospodăriilor populației și societăților nefinanciare din zona euro. Pentru a spori eficiența OTRTL în ceea ce privește susținerea creditării sectorului privat, Consiliul guvernatorilor a hotărât, în ședința din luna ianuarie 2015, ca rata dobânzii aplicabilă OTRTL planificate a se desfășura în continuare să fie egală cu rata operațiunilor principale de refinanțare (OPR) ale Eurosistemului, eliminându-se astfel *spread*-ul de 10 puncte de bază față de rata OPR care a fost aplicat primelor două OTRTL. Măsurile de politică monetară ale BCE par să fi contribuit și la atenuarea dispersiei costurilor de finanțare prin împrumuturi de la o țară la alta, în special în cazul societăților nefinanciare, deși condițiile de creditare rămân eterogene între state. Costul nominal al finanțării nebankare din surse externe a societăților nefinanciare din zona euro a continuat să se reducă în trimestrul IV 2014 și în intervalul ianuarie-februarie 2015, pe fondul declinului persistent consemnat atât de costul emisiunii de titluri de natura datoriei, cât și de cel al emisiunii de acțiuni.

**Datele recente semnaleză totodată consolidarea dinamicii masei monetare și a creditului.** Dinamica anuală a M3 este sprijinită în continuare de componentele sale cele mai lichide, în condițiile unui ritm anual robust de creștere a agregatului monetar în sens restrâns M1. Activitatea de creditare bancară a sectorului privat a continuat să se redreseze, confirmând manifestarea unui punct de inflexiune în dinamica împrumuturilor la începutul anului 2014. Astfel, declinul consemnat de împrumuturile acordate societăților nefinanciare a continuat să se tempereze în ultimele luni, iar variația împrumuturilor acordate gospodăriilor populației s-a stabilizat la valori pozitive. De asemenea, sondajul privind creditul bancar în zona euro din luna ianuarie 2015 a confirmat evaluarea referitoare la diminuarea treptată a constrângerilor pe partea ofertei de credite și redresarea cererii de împrumuturi. În ansamblu, evoluțiile recente sugerează că măsurile de politică monetară ale BCE contribuie la relaxarea condițiilor de creditare bancară și, în general, la restabilirea funcționării adecvate a mecanismului de transmisie a politicii monetare.

**Relaxarea suplimentară substanțială a orientării politicii monetare a BCE sprijină și amplifică manifestarea unor evoluții mai favorabile ale activității economice din zona euro.** Redresarea economică s-a consolidat treptat în semestrul II 2014. PIB real în zona euro a crescut cu 0,2% în trimestrul III 2014 față de intervalul precedent și, potrivit estimării preliminare a Eurostat, avansul a fost de 0,3% în ultimul trimestru din 2014, valoare relativ superioară celei anticipate. Indicatorii pe termen scurt și rezultatele sondajelor semnalează îmbunătățirea în continuare a activității economice la începutul anului 2015. Activitatea economică din zona euro a fost susținută de scăderea pronunțată a cotațiilor petrolului începând cu luna iulie 2014. Pe fondul creșterii încrederii sectorului corporativ și a consumatorilor, transmisia măsurilor de politică monetară la nivelul economiei reale se va consolida, contribuind la îmbunătățirea în continuare a perspectivelor creșterii economice și la reducerea deficitului de cerere agregată.

**Se preconizează că procesul de redresare economică se va consolida și se va extinde treptat.** Se anticipează că intensificarea ritmului de creștere a activității economice va fi determinată de recente îmbunătățiri consemnate de nivelurile de încredere a sectorului corporativ și a consumatorilor, de scăderea pronunțată a prețurilor petrolului, de deprecierea cursului de schimb efectiv al euro și de impactul măsurilor recente de politică monetară adoptate de BCE. Se estimează că orientarea acomodativă a politicii monetare – amplificată considerabil de programul de achiziționare de active – va impulsiona creșterea PIB real pe termen scurt și ulterior. Totodată, economia reală ar trebui să beneficieze treptat de progresele consemnate în domeniul consolidării fiscale și al reformelor structurale. Câștigurile de competitivitate prin preț și redresarea economică la nivel mondial ar trebui să exercite o influență favorabilă asupra exporturilor.

**Totodată, se remarcă persistența mai multor obstacole la adresa unei creșteri economice mai pronunțate.** Acestea includ, în special, continuarea procesului de ajustare a bilanțurilor în diferite sectoare și ritmul relativ lent de implementare a reformelor structurale. În plus, incertitudinile în scădere, dar persistente, asociate crizei datoriilor suverane din Europa și factorilor geopolitici limitează creșterea economică în zona euro.

**Potrivit proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro<sup>1</sup> ale experților BCE – martie 2015, care includ impactul estimat al măsurilor de politică monetară convenționale și neconvenționale adoptate de Consiliul guvernatorilor, ritmul anual de creștere a PIB real se va situa la 1,5% în 2015, la 1,9% în 2016 și la 2,1% în 2017.** Comparativ cu proiecțiile experților Eurosistemului din luna decembrie 2014, prognozele privind creșterea PIB real pentru anii 2015 și 2016 au fost revizuite în sensul creșterii, reflectând influența favorabilă a scăderii prețurilor petrolului, a deprecierei cursului de schimb efectiv al euro și a impactului măsurilor recente de politică monetară. În evaluarea Consiliului guvernatorilor, riscurile asociate perspectivei

<sup>1</sup> A se vedea articolul intitulat „Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE – martie 2015”, publicat pe *website*-ul BCE la data de 5 martie 2015.

creșterii economice se mențin în sensul scăderii, în pofida diminuării acestora ca urmare a celor mai recente măsuri adoptate de Consiliul guvernatorilor și a scăderii prețurilor petrolului.

**Pe baza informațiilor actuale, se estimează că inflația se va menține la niveluri foarte reduse sau negative pe parcursul lunilor viitoare.** Principala cauză a nivelurilor negative ale inflației IAPC din ultimele luni a fost reprezentată de prețurile petrolului. Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC s-a situat la -0,3% în luna februarie 2015 (în creștere de la -0,6% în luna ianuarie). Totodată, inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente a urmat în continuare o traiectorie în general stabilă, menținându-se la 0,6% în luna februarie.

**Se anticipează că ratele inflației vor crește progresiv până la sfârșitul anului.**

În primul rând, pe măsură ce scăderile anterioare ale prețurilor produselor energetice ies din calculul ratei anuale a inflației și în cazul în care prețurile petrolului se majorează pe parcursul orizontului de proiecție, urmând curba ascendentă a cotațiilor *futures* ale petrolului, efectul negativ exercitat de prețurile produselor energetice asupra inflației IAPC ar trebui să se disipeze în anul 2015, iar prețurile produselor energetice ar trebui să alimenteze creșterea inflației totale în anii 2016 și 2017. Avansul anticipat al inflației totale este, în mare parte, determinat de inversarea de tendință a prețurilor produselor energetice. În plus, creșterea inflației totale ar trebui să fie rezultatul consolidării procesului de redresare economică, care este susținut de recente măsuri de politică monetară. Potrivit așteptărilor, consolidarea procesului de redresare va determina reducerea semnificativă a deficitului de cerere și, astfel, creșterea mai pronunțată a marjelor de profit și a remunerării pe salariat. Avansul inflației ar trebui, de asemenea, să fie susținut de scumpirea materiilor prime non-energetice și de efectele întârziate ale deprecierei euro.

**Potrivit proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE – martie 2015, rata anuală a inflației IAPC se va situa la 0,0% în anul 2015, la 1,5% în 2016 și la 1,8% în 2017.** Comparativ cu proiecțiile experților Eurosistemului din luna decembrie 2014, prognoza privind inflația pentru anul 2015 a fost revizuită în sens descendent, îndeosebi ca urmare a scăderii prețurilor petrolului, în timp ce proiecția pentru anul 2016 a fost revizuită în sens ascendent, reflectând parțial impactul anticipat al măsurilor de politică monetară.

**Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE – martie 2015 depind de implementarea în totalitate a măsurilor de politică monetară adoptate de BCE.** Consiliul guvernatorilor va continua să monitorizeze cu atenție riscurile la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor pe termen mediu, urmărind, în special, transmisia măsurilor de politică monetară, evoluțiile geopolitice, evoluția cursului de schimb și a prețurilor produselor energetice.

**Obiectivul actual al politicii monetare vizează implementarea măsurilor adoptate de Consiliul guvernatorilor în luna ianuarie 2015.** Pe baza analizelor economice și monetare periodice și în conformitate cu semnalele privind orientarea viitoare a politicii monetare, Consiliul guvernatorilor a decis, în ședința din data de 5 martie 2015, ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână nemodificate. Totodată, acesta a oferit informații suplimentare privind aspectele legate de implementarea programului de achiziționare de active. În conformitate cu acest program, achiziționarea de pe piața secundară a obligațiunilor emise de sectorul public a început pe 9 martie 2015.

© Banca Centrală Europeană, 2015

**Adresa poștală**

60640 Frankfurt am Main  
Germany

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Internet**

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

*Toate drepturile rezervate. Reproducerea informațiilor în scopuri necomerciale și educaționale este permisă numai cu indicarea sursei.*

ISSN 2363-3638 (e-Pub)

ISSN 2363-3638 (online)

Număr catalog UE QB-BQ-15-001-RO-N (e-Pub)

Număr catalog UE QB-BQ-15-001-RO-N (online)