



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

## EDITORIAL

Pe baza analizelor economice și monetare periodice, Consiliul guvernatorilor a hotărât, în ședința din data de 6 iunie 2012, ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână nemodificate. Deși ratele inflației vor rămâne probabil peste nivelul de 2% pe parcursul anului 2012, Consiliul guvernatorilor anticipează că evoluția prețurilor se va menține în concordanță cu stabilitatea prețurilor în cadrul orizontului relevant pentru politica monetară. În acest context, ritmul expansiunii masei monetare continuă să fie modest. Anticipațiile privind inflația în zona euro sunt, în continuare, ferm ancorate la niveluri compatibile cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu. Totodată, creșterea economică în zona euro rămâne scăzută, într-un context grevat de incertitudini sporite, care afectează încrederea și percepția, determinând intensificarea riscurilor în sensul scăderii la adresa perspectivelor economice.

În lunile anterioare, Eurosistemul a implementat atât măsuri convenționale, cât și măsuri neconvenționale de politică monetară. Această combinație de măsuri a susținut funcționarea mecanismului de transmisie a politicii monetare. La data de 6 iunie 2012, Consiliul guvernatorilor a hotărât continuarea derulării operațiunilor principale de refinanțare (OPR), sub forma unor proceduri de licitație la rată fixă a dobânzii și cu alocare integrală, atât timp cât va fi necesar și cel puțin până la încheierea celei de-a 12-a perioade de aplicare a rezervelor minime obligatorii din anul 2012, respectiv la data de 15 ianuarie 2013. Această procedură va putea fi utilizată în continuare și pentru operațiunile excepționale de refinanțare ale Eurosistemului cu scadența la încheierea unei perioade de aplicare, care vor continua să fie derulate atât timp cât va fi necesar. Rata fixă a dobânzii la aceste operațiuni excepționale de refinanțare va fi egală cu rata dobânzii la OPR în vigoare la momentul respectiv. În plus, Consiliul guvernatorilor a hotărât să efectueze operațiuni de refinanțare pe termen mai lung (ORTL) cu scadența la trei luni, care urmează să fie alocate până la sfârșitul anului 2012, sub forma unor proceduri de licitație la rată fixă și cu alocare integrală. Ratele aferente acestor operațiuni la trei luni vor fi stabilite la nivelul ratei medii a dobânzii la OPR pe durata de desfășurare a ORTL respective. Având în vedere caracterul temporar al tuturor măsurilor neconvenționale de politică monetară, Consiliul guvernatorilor va monitoriza cu atenție evoluțiile viitoare și va asigura, cu fermitate și promptitudine, stabilitatea prețurilor pe termen mediu în zona euro.

Referitor la analiza economică, din perspectivă trimestrială, creșterea PIB real în zona euro a înregistrat o stagnare în trimestrul I 2012. Indicatorii disponibili pentru trimestrul II 2012 indică o încetinire a creșterii economice și evidențiază un context grevat de incertitudini. Dincolo de orizontul pe termen scurt, Consiliul guvernatorilor continuă să anticipeze o redresare treptată a activității economice în zona euro. Cu toate acestea, se așteaptă ca ritmul creșterii economice să fie în continuare afectat de tensiunile persistente de pe unele piețe ale datoriilor suverane din zona euro și de efectele acestora asupra condițiilor de creditare, de procesul de ajustare bilanțieră din sectorul financiar și din cel nefinanciar și de rata ridicată a șomajului.

Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna iunie 2012 anticipează un ritm anual de creștere a PIB real situat între -0,5% și 0,3% în anul 2012 și între 0,0% și 2,0% în anul 2013. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna martie 2012, intervalul de variație pentru anul 2012 a rămas nemodificat, iar cel pentru anul 2013 s-a restrâns ușor.

Conform evaluării Consiliului guvernatorilor, perspectivele economice pentru zona euro sunt grevate de riscuri sporite în sensul scăderii, referitoare mai ales la intensificarea în continuare a tensiunilor pe mai multe piețe financiare din zona euro și la efectele potențiale de contagiune asupra economiei reale a zonei euro. Riscurile în sensul scăderii se referă și la posibilitatea unor noi creșteri ale prețurilor materiilor prime pe termen mediu.

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a cifrat la 2,4% în luna mai 2012, față de nivelul de 2,6% înregistrat în luna anterioară. Inflația se va menține probabil peste nivelul de 2% pe parcursul anului 2012, în principal ca urmare a evoluției prețurilor produselor energetice și a impozitelor indirecte. Totuși, pe baza actualelor cotații *futures* ale materiilor prime, ratele anuale ale inflației ar trebui să scadă din nou sub valoarea de 2% la începutul anului 2013. Privind în perspectivă, în contextul unui ritm modest de creștere economică în zona euro și al unei ancorări solide a anticipațiilor privind inflația pe termen lung, presiunile asupra prețurilor ar trebui să rămână limitate.

Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna iunie 2012 anticipează o rată anuală a inflației IAPC situată între 2,3% și 2,5% în anul 2012 și între 1,0% și 2,2% în anul 2013. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna martie 2012, intervalele de variație pentru anii 2012 și 2013 s-au restrâns.

Consiliul guvernatorilor consideră în continuare că balanța riscurilor la adresa perspectivelor pe termen mediu privind evoluția prețurilor este, în general, echilibrată. Riscurile în sensul creșterii sunt generate de noi majorări ale impozitelor indirecte, având în vedere necesitatea consolidării fiscale, și de scumpiri peste așteptări ale materiilor prime pe termen mediu. Principalele riscuri în sensul scăderii sunt asociate impactului unei creșteri economice sub așteptări în zona euro.

Analiza monetară indică faptul că ritmul expansiunii masei monetare a continuat să fie modest în primele patru luni ale anului 2012. Dinamica anuală a agregatului monetar M3 s-a situat la 2,5% în luna aprilie 2012, în scădere de la 3,1% în luna anterioară, după ce, în trimestrul I 2012, au fost înregistrate intrări semnificative la nivelul acestui agregat monetar. Moderarea ritmului anual de creștere a M3 în luna aprilie s-a datorat în principal ieșirilor din depozite *overnight* deținute de intermediari financiari nemonetari (care includ entități precum contrapartide centrale, fonduri de investiții și vehicule de securitizare).

Dinamica anuală a împrumuturilor acordate sectorului privat, ajustată cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare, s-a redus la 0,8% în luna aprilie 2012, de la 1,2% în luna martie, ca urmare a fluxurilor negative de împrumuturi acordate intermediarilor financiari nemonetari. Totodată, fluxurile lunare de credite acordate societăților nefinanciare și populației au consemnat valori moderat pozitive în luna aprilie, iar ritmurile anuale de creștere, ajustate cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare, s-au menținut practic neschimbate față de luna martie, situându-se la 0,7% și, respectiv, 1,5%.

Datele referitoare la credite și la agregatele monetare disponibile până în luna aprilie evidențiază faptul că, după cum s-a intenționat prin măsurile adoptate de Consiliul guvernatorilor, nu a avut loc o ajustare abruptă și dezordonată a bilanțurilor instituțiilor de credit. Având în vedere poziția ciclică actuală a economiei și ajustarea în continuare a bilanțurilor gospodăriilor populației și întreprinderilor, este probabil ca în perioada următoare să predomine o cerere scăzută de credite.

Privind în perspectivă, este esențial ca băncile să își consolideze în continuare rezistența la șocuri. Soliditatea bilanțurilor băncilor va constitui un factor primordial atât pentru facilitarea unei creditări adecvate a economiei, cât și pentru normalizarea funcționării tuturor canalelor de finanțare.

În concluzie, analiza economică denotă faptul că evoluția prețurilor ar trebui să se mențină în concordanță cu stabilitatea prețurilor pe termen mediu. Coroborarea cu semnalele furnizate de analiza monetară confirmă această evaluare.

În ceea ce privește politicile fiscale și economice, în ultimii ani au fost înregistrate progrese notabile în domeniul consolidării fiscale. Este deosebit de importantă continuarea eforturilor de restabilire a unor poziții fiscale solide și de redobândire a competitivității, acestea reprezentând premisele unei creșteri economice stabile. Ca o completare firească, este necesară implementarea noului cadru de supraveghere macroeconomică în contextul semestrului european. În mai multe țări din zona euro există dezechilibre excesive, care trebuie corectate. În acest sens, implementarea unor reforme ample pe piețele de bunuri și servicii, pe piața forței de muncă și în sectorul financiar va contribui la stimularea unei creșteri economice sustenabile. Concurența ar trebui intensificată pe piețele de bunuri și servicii, mai ales prin realizarea pieței unice, iar salariile ar trebui ajustate în mod flexibil, astfel încât să reflecte condițiile de pe piața forței de muncă și nivelul productivității. Aceste reforme destinate stimulării creșterii economice ar accelera procesul necesar de ajustare și ar favoriza crearea de locuri de muncă.

În final, Consiliul guvernatorilor apreciază în mod deosebit acordul liderilor reuniți în cadrul celui mai recent Consiliu European referitor la intensificarea procesului de reflecție asupra viziunii pe termen lung privind Uniunea Economică și Monetară. Consiliul guvernatorilor consideră că acest acord reprezintă o măsură deosebit de importantă.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

## REZUMATELE CAPITOLELOR DIN BULETINUL LUNAR AL BCE, IUNIE 2012

### EVOLUȚII ECONOMICE ȘI MONETARE

#### I. MEDIUL EXTERN AL ZONEI EURO

Redresarea economiei mondiale este în continuare fragilă. Informațiile care au devenit disponibile în ultimele luni confirmă o creștere treptată a activității globale. În majoritatea principalelor economii dezvoltate din afara zonei euro au apărut noi indicii privind înregistrarea unei expansiuni modeste, însă perspectivele privind creșterea pe termen mediu sunt în continuare afectate de impedimente de natură structurală. În economiile emergente, creșterea economică a cunoscut recent o oarecare temperare, dar, pe ansamblu, se menține solidă, contribuind astfel semnificativ la creșterea globală. În concordanță cu activitatea globală, comerțul mondial a consemnat un avans modest în primul trimestru al anului 2012. În majoritatea țărilor, inflația a continuat să scadă în ultimele luni, reflectând în principal evoluțiile înregistrate de prețurile produselor energetice.

#### 2. EVOLUȚII MONETARE ȘI FINANCIARE

##### 2.1. Moneda și creditele acordate de IFM

Efectul contracționist al factorilor care au influențat evoluțiile masei monetare și ale creditului în trimestrul IV 2011 a fost contracarat în primul trimestru al anului 2012 de impactul exercitat de măsurile neconvenționale de politică monetară anunțate în luna decembrie 2011. Drept urmare, dinamica M3 s-a redresat în trimestrul I 2012 pe fondul unor intrări lunare semnificative. Spre deosebire de ritmul mai alert de creștere a masei monetare, creditul acordat sectorului privat a consemnat un influx ne semnificativ și astfel dinamica acestui agregat s-a menținut modestă. În schimb, intrările aferente M3 au fost în mare măsură reflectate, din perspectiva contrapartidelor, de achizițiile de obligațiuni guvernamentale. Accelerarea dinamicii M3 în primul trimestru al anului a fost parțial inversată în luna aprilie, ca urmare a unei ieșiri lunare ample. Totuși, aceasta s-a datorat tranzacțiilor din cadrul sectorului financiar, și nu comportamentului populației și al societăților nefinanciare. În plus, ieșirea din luna aprilie s-a înregistrat în contextul sporirii volumului de credite către sectorul privat nefinanciar și al unor ieșiri modeste aferente activelor externe nete, spre deosebire de evoluțiile consemnate în ultima parte a

anului 2011. În ansamblu, în condițiile menținerii unui ritm moderat de creștere a masei monetare, analiza monetară sugerează faptul că balanța riscurilor la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu este, în general, echilibrată. Pe de altă parte, incertitudinile asociate perspectivelor inflației sunt în continuare pronunțate.

## **2.2. Plasamente financiare ale sectoarelor nefinanciare și ale investitorilor instituționali**

Dinamica anuală a plasamentelor financiare ale sectoarelor nefinanciare s-a redus considerabil în trimestrul IV 2011, reflectând parțial temperarea ritmului de creștere a veniturilor populației și un nivel scăzut al ratei de economisire din perspectivă istorică. Rata anuală de creștere a plasamentelor financiare realizate de societățile de asigurări și fondurile de pensii s-a diminuat semnificativ, pe fondul restrângerii ample a investițiilor gospodăriilor populației în rezerve tehnice de asigurare. Amplificarea tensiunilor pe piețele financiare în trimestrul IV 2011 a generat un volum suplimentar considerabil de răscumpărări nete aferente tuturor categoriilor principale de fonduri de plasament. Totuși, această evoluție a fost inversată în primul trimestru al anului 2012 datorită impactului pozitiv exercitat de măsurile neconvenționale de politică monetară adoptate de Eurosistem.

## **2.3. Ratele dobânzilor pe piața monetară**

În intervalul cuprins între 7 martie și 5 iunie 2012, ratele dobânzilor pe piața monetară au urmat, în general, o traiectorie descendentă, în concordanță cu scăderea înregistrată de EONIA, care a fluctuat la niveluri reduse de la începutul anului, pe fondul surplusului considerabil de lichiditate de pe piața monetară *overnight*. În perioada analizată, randamentele pe piața monetară au consemnat o volatilitate sporită pe scadențele mai îndelungate.

## **2.4. Piața obligațiunilor**

În perioada 1 martie-5 iunie 2012, randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung cotate AAA au scăzut, în ansamblu, cu aproximativ 70 de puncte de bază în zona euro și 50 de puncte de bază în Statele Unite. După tendința de majorare înregistrată în prima parte a lunii martie, randamentele titlurilor de stat pe termen lung în zona euro au intrat într-o fază prelungită de declin, determinată în principal de preocupările sporite ale operatorilor pe piață în legătură cu perspectivele economice pe termen foarte scurt, de scăderea nivelului încrederii, precum și de evoluțiile nefavorabile ale crizei datoriilor din zona euro. Randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung din Statele Unite

au urmat o traiectorie relativ similară celor din zona euro pe tot parcursul perioadei analizate. În zona euro, diferențialele față de randamentele obligațiunilor germane au consemnat o tendință de majorare în ansamblu, îndeosebi în lunile aprilie și mai, pe fondul reducerii semnificative a randamentelor obligațiunilor guvernamentale cotate AAA. Incertitudinile cu privire la evoluțiile de pe piețele obligațiunilor, determinate pe baza volatilității implicite a acestor piețe, s-au accentuat într-o oarecare măsură în zona euro de la începutul lunii martie, în timp ce în Statele Unite acestea s-au menținut relativ nemodificate. Indicatorii de piață semnalează în continuare menținerea anticipațiilor privind inflația pe termen mediu și lung la niveluri pe deplin compatibile cu stabilitatea prețurilor.

## **2.5. Piața acțiunilor**

În intervalul cuprins între 1 martie și 5 iunie 2012, cotațiile acțiunilor s-au redus cu aproape 17% în zona euro și cu aproximativ 6,5% în Statele Unite. Similar evoluției consemnate de randamentele obligațiunilor pe termen lung, prețurile acțiunilor din zona euro s-au majorat în prima parte a lunii martie, fiind susținute de publicarea unor date pozitive și de percepția îmbunătățită a operatorilor pe piață după lansarea celei de-a doua ORTL cu scadența la trei ani și după finalizarea cu succes a procesului de restructurare a datoriei Greciei. Ulterior, cotațiile acțiunilor din zona euro s-au înscris însă pe o traiectorie descendentă, deosebit de abruptă în sectorul financiar, în condițiile în care datele publicate semnalau deteriorarea perspectivelor economice pe termen scurt, la care s-a adăugat reapariția tensiunilor politice și financiare. Indicii compoziți din Statele Unite au început, de asemenea, să se diminueze de la jumătatea lunii martie, evoluție la care au contribuit atât sectorul financiar, cât și cel nefinanciar într-o măsură relativ egală. Incertitudinile de pe piețele acțiunilor, măsurate pe baza volatilității implicite, s-au accentuat semnificativ în ambele zone economice și se situează, în prezent, în apropierea nivelurilor înregistrate la jumătatea lunii decembrie 2011.

## **2.6. Finanțarea și situația financiară a societăților nefinanciare**

În perioada ianuarie-aprilie 2012, costul real al finanțării societăților nefinanciare din zona euro s-a diminuat, pe fondul scăderii consemnate de costul îndatorării pe piață și de ratele dobânzilor la împrumuturile pe termen scurt. În privința fluxurilor de finanțare, ritmul anual de creștere a împrumuturilor contractate de societățile nefinanciare s-a temperat la 0,3% în trimestrul I 2012. Dinamica redusă a creditului se datorează, în mare măsură, condițiilor economice precare, riscului ridicat de credit și cererii modeste de împrumuturi. Activitatea de emisiune a titlurilor de credit de către societățile nefinanciare s-a intensificat în continuare în primul trimestru al anului 2012.

## 2.7. Finanțarea și situația financiară a sectorului gospodăriile populației

În trimestrul I și în luna aprilie 2012, condițiile de finanțare a sectorului gospodăriile populației din zona euro s-au caracterizat printr-o scădere la nivelul majorității dobânzilor active. Totodată, băncile participante la sondajul asupra creditului bancar din luna aprilie 2012 au redus înăsprirea netă a standardelor de creditare aferente împrumuturilor acordate populației. Ritmul anual de creștere a volumului creditelor acordate populației de către IFM, ajustat cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securizare, a continuat să se tempereze treptat în primele patru luni ale anului 2012. Astfel, cele mai recente date disponibile continuă să indice evoluții modeste în activitatea de creditare a gospodăriilor populației. Se estimează că povara cheltuielilor cu dobânzile și ponderea datoriei în venitul disponibil brut al sectorului gospodăriile populației au rămas, în linii mari, neschimbate în trimestrul I 2012.

## 3. PREȚURI ȘI COSTURI

Conform estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a cifrat la 2,4% în luna mai 2012 față de nivelul de 2,6% înregistrat în luna anterioară. Inflația se va menține probabil peste nivelul de 2% pe parcursul anului 2012, în principal ca urmare a evoluției prețurilor produselor energetice și a impozitelor indirecte. Totuși, pe baza actualelor cotații *futures* ale prețurilor materiilor prime, ratele anuale ale inflației ar trebui să scadă din nou sub 2% la începutul anului 2013. Privind în perspectivă, în contextul unui ritm modest de creștere economică în zona euro și al unei ancorări solide a anticipațiilor privind inflația pe termen lung, presiunile asupra prețurilor ar trebui să rămână limitate. Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna iunie 2012 anticipează o rată anuală a inflației IAPC situată între 2,3% și 2,5% în anul 2012 și între 1,0% și 2,2% în anul 2013. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna martie 2012, intervalele de variație pentru anii 2012 și 2013 s-au restrâns. Balanța riscurilor la adresa perspectivelor pe termen mediu privind evoluția prețurilor se menține, în general, echilibrată. Riscurile în sensul creșterii sunt generate de noi majorări ale impozitelor indirecte, având în vedere necesitatea consolidării fiscale, și de scumpiri peste așteptări ale materiilor prime pe termen mediu. Principalele riscuri în sensul scăderii sunt asociate impactului unei creșteri economice sub așteptări în zona euro.



## **4. PRODUCȚIA, CEREREA ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ**

Din perspectivă trimestrială, creșterea PIB real în zona euro a înregistrat o stagnare în trimestrul I 2012. Indicatorii disponibili pentru trimestrul II 2012 indică o încetinire a creșterii economice și evidențiază un context grevat de incertitudini. Dincolo de orizontul pe termen scurt, se anticipează în continuare o redresare treptată a activității economice în zona euro. Cu toate acestea, se așteaptă ca ritmul creșterii economice să fie în continuare afectat de tensiunile persistente de pe unele piețe ale datoriilor suverane din zona euro și de efectele acestora asupra condițiilor de creditare, de procesul de ajustare bilanțieră din sectorul financiar și din cel nefinanciar și de rata ridicată a șomajului. Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna iunie 2012 anticipează un ritm anual de creștere a PIB real situat între -0,5% și 0,3% în anul 2012 și între 0,0% și 2,0% în anul 2013. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna martie 2012, intervalul de variație pentru anul 2012 a rămas nemodificat, iar cel pentru anul 2013 s-a restrâns ușor. Perspectivile economice pentru zona euro sunt grevate de riscuri sporite în sensul scăderii.

## **5. EVOLUȚII FISCALE**

În anul 2011, procesul de consolidare fiscală a înregistrat progrese considerabile, dar sunt în continuare necesare demersuri în vederea restabilirii sustenabilității fiscale și a încrederii piețelor. Conform prognozei economice a Comisiei Europene din primăvara anului 2012, deficitul bugetar în zona euro va continua să se reducă în anul curent și se va situa sub nivelul de referință în anul 2013, în pofida diferențelor semnificative la nivel de țară. Statele care fac obiectul unei proceduri de deficit excesiv (PDE) trebuie să asigure corectarea promptă a propriilor deficite excesive în conformitate cu termenele asumate. Pentru unele țări, va fi necesară adoptarea de măsuri suplimentare de consolidare.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

## PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR EUROSISTEMULUI

*Pe baza informațiilor disponibile până la data de 24 mai 2012, experții Eurosistemului au elaborat proiecțiile privind evoluțiile macroeconomice în zona euro<sup>1</sup>. Luând în considerare ipoteza conform căreia criza financiară nu se va agrava din nou, se preconizează că dinamica PIB real se va redresa treptat în cadrul orizontului de proiecție, reflectând revirimentul cererii externe și consolidarea graduală a cererii interne. Se anticipează că revigorarea cererii interne va fi susținută tot mai mult de influența favorabilă a nivelului foarte scăzut al ratelor dobânzilor pe termen scurt și de declinul inflației alimentelor și produselor energetice, care va determina creșterea veniturilor reale. Totodată, măsurile adoptate în vederea restabilirii funcționării sistemului financiar ar trebui să sprijine cererea internă. Totuși, se preconizează că relansarea activității economice va fi încetinită de continuarea procesului de restructurare bilanțieră în numeroase sectoare. În ceea ce privește PIB real, se anticipează un ritm mediu anual de creștere cuprins între -0,5% și 0,3% în anul 2012 și între 0,0% și 2,0% în anul 2013.*

*Se estimează că inflația IAPC în zona euro se va situa, în medie, între 2,3% și 2,5% în anul 2012, reflectând presiunile exercitate de prețurile ridicate ale produselor energetice, de deprecierea cursului de schimb al euro și de majorarea impozitelor indirecte. Pe măsură ce impactul prețurilor ridicate ale materiilor prime se estompează, rata inflației este prevăzută să scadă până la o medie cuprinsă între 1,0% și 2,2% în anul 2013. Se estimează că inflația IAPC, exclusiv alimente și produse energetice, se va menține, în linii mari, stabilă în anii 2012 și 2013, având în vedere că majorările anticipate ale impozitelor indirecte și ale prețurilor administrate ar trebui să compenseze presiunile în sensul scăderii exercitate de trenarea cererii interne și de creșterea moderată a costurilor cu forța de muncă.*

<sup>1</sup> Proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului sunt elaborate în comun de către experții BCE și cei ai BCN din zona euro. Acestea reprezintă o contribuție semestrială la evaluarea privind evoluțiile economice și riscurile la adresa stabilității prețurilor realizată de Consiliul guvernatorilor. Mai multe detalii cu privire la procedurile și metodele utilizate sunt prezentate în documentul *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, BCE, iunie 2001, disponibil pe [website-ul BCE](#). În vederea evidențierii incertitudinilor asociate acestor proiecții, rezultatele aferente fiecărei variabile sunt prezentate ca intervale de variație, care se calculează pe baza diferențelor dintre rezultatele efective și proiecțiile anterioare elaborate într-un anumit număr de ani. Amplitudinea acestor intervale este egală cu dublul valorii absolute medii a acestor diferențe. Metoda utilizată, care include și o ajustare în cazul producerii unor evenimente excepționale, este prezentată în publicația *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, BCE, decembrie 2009, disponibilă pe [website-ul BCE](#).

**IPOTEZE TEHNICE PRIVIND RATELE DOBÂNZILOR, CURSURILE DE SCHIMB, PREȚURILE MATERIILOR PRIME ȘI POLITICILE FISCALE**

Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței până la data de referință de 15 mai 2012<sup>1</sup>. Ipoteza privind ratele dobânzilor pe termen scurt are un caracter pur tehnic. Aceste variabile se bazează pe EURIBOR la 3 luni, anticipațiile pieței fiind derivate din ratele dobânzilor *futures*. Conform acestei metodologii, ratele dobânzilor pe termen scurt se vor situa, în medie, la 0,8% în anul 2012 și la 0,7% în anul 2013. Anticipațiile pieței cu privire la randamentele nominale ale titlurilor de stat din zona euro cu scadența la 10 ani indică un nivel mediu de 4,2% în anul 2012 și de 4,5% în anul 2013. Ca o reflectare a traiectoriei ratelor dobânzilor pe piața contractelor *forward* și a transmiterii treptate a modificărilor ratelor dobânzilor pe piață asupra ratelor dobânzilor active, se preconizează că ratele dobânzilor la creditele bancare pe termen scurt se vor menține practic la aceleași niveluri în cadrul orizontului de proiecție, în timp ce ratele dobânzilor aferente creditelor bancare pe termen lung vor înregistra o creștere ușoară în anul 2013. Potrivit estimărilor, condițiile de creditare pentru zona euro în ansamblu vor avea, în general, o influență negativă asupra activității economice în anul 2012 și o influență neutră în anul 2013. Referitor la prețurile materiilor prime, în funcție de traiectoria indusă de piețele *futures* în perioada de două săptămâni încheiată la data de referință, se anticipează că prețul țițeiului Brent va atinge o valoare medie de 114,6 USD/baril în anul 2012 și de 107,9 USD/baril în anul 2013. Se estimează că prețurile în USD ale materiilor prime non-energetice se vor reduce cu 8,0% în anul 2012 și se vor majora cu 1,6% în anul 2013.

În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se anticipează că acestea vor rămâne neschimbate pe parcursul orizontului de proiecție, la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni încheiată la data de referință. Această ipoteză implică un curs de schimb de 1,30 EUR/USD atât în anul 2012, cât și în anul 2013. Se prognozează o depreciere a cursului de schimb mediu efectiv al euro cu 4,4% în anul 2012 și cu 0,3% în anul 2013.

Ipotezele privind politica fiscală se bazează pe programele bugetare naționale ale tuturor țărilor din zona euro, disponibile la data de 24 mai 2012. Acestea includ toate măsurile deja aprobate de parlamentele naționale sau care au fost prezentate în detaliu de către autoritățile guvernamentale și care este probabil să fie adoptate în cadrul procesului legislativ.

<sup>1</sup> Ipotezele privind prețurile petrolului și ale alimentelor se bazează pe cotațiile *futures* până la sfârșitul orizontului de proiecție. În cazul altor materii prime non-energetice, se presupune că prețurile vor urma tendința cotațiilor *futures* până în trimestrul II 2013, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială.

## CONTEXTUL INTERNAȚIONAL

Se estimează că intensificarea treptată a activității economice mondiale în cadrul orizontului de proiecție va fi sprijinită de ameliorarea condițiilor financiare într-un context caracterizat de implementarea unor politici monetare acomodative. În plus, reconstrucția și diminuarea perturbărilor constatate la nivelul lanțului de aprovizionare în urma catastrofelor naturale din Japonia și Thailanda vor impulsiona, de asemenea, activitatea economică mondială în anul 2012. Pe termen mediu, se preconizează că ritmul de creștere la nivelul mediului extern al zonei euro va fi temperat de rezultatele foarte modeste înregistrate pe piața forței de muncă și pe cea imobiliară, precum și de necesitatea constantă de remediere a bilanțurilor atât în sectorul public, cât și în cel privat. În economiile emergente, creșterea economică a cunoscut o decelerare în perioada recentă, dar se menține robustă, având o contribuție importantă la avansul economiei mondiale. Dinamica PIB real mondial din afara zonei euro este proiectată să se atenueze de la 4,1% în anul 2011 la 3,8% în anul 2012, iar ulterior să se accelereze până la 4,3% în anul 2013. Cererea externă în zona euro este preconizată să crească cu 4,0% în anul 2012 și cu 6,4% în anul 2013.

## PROIECȚII PRIVIND CREȘTEREA PIB REAL

PIB real în zona euro a înregistrat o stagnare în trimestrul I 2012, după reducerea cu 0,3% consemnată în trimestrul IV 2011. Se anticipează atenuarea dinamicii PIB real în trimestrul II 2012. Fragilitatea activității economice observată în perioada recentă se datorează în principal nivelului scăzut al cererii interne, reflectând efectul nefavorabil cumulat exercitat de criza datoriilor suverane din zona euro asupra încrederii consumatorilor și a sectorului corporativ, de prețurile ridicate ale petrolului, de condițiile nefavorabile asociate ofertei de credite, precum și de înăsprirea orientării politicii fiscale în unele țări din zona euro.

Privind în perspectivă, în ipoteza în care criza financiară nu se va agrava din nou, se preconizează că dinamica PIB real se va accelera în cadrul orizontului de proiecție. Această redresare ilustrează dinamizarea schimburilor comerciale internaționale, implicit a cererii externe, precum și consolidarea treptată a cererii interne. Se anticipează că revirimentul cererii interne va fi susținut de nivelul foarte scăzut al ratelor dobânzilor pe termen scurt și de influența favorabilă exercitată de declinul inflației alimentelor și produselor energetice asupra veniturilor disponibile reale ale populației. Totodată, măsurile adoptate în vederea restabilirii funcționării sistemului financiar ar trebui să sprijine cererea internă. În ansamblu, este probabil ca revirimentul să fie relativ modest în raport cu standardele istorice, din cauza necesității curente de restructurare bilanțieră atât

în sectorul public, cât și în cel privat în unele țări din zona euro. În termeni anuali, PIB real al zonei euro este prognozat să avanseze cu valori cuprinse între 0,5% și 0,3% în anul 2012 și între 0,0% și 2,0% în anul 2013.

La o analiză mai detaliată, se estimează că dinamica exporturilor în afara zonei euro se va intensifica în cadrul orizontului de proiecție, reflectând în principal consolidarea cererii externe și efectele exercitate de câștigurile anterioare din competitivitatea prin preț a exporturilor. Se preconizează stabilizarea cotelor de piață ale exporturilor din zona euro, după redresarea acestora în perioada recentă.

Se anticipează că, pe termen scurt, investițiile private în obiective nerezidențiale din zona euro vor consemna un nou declin, care va fi urmat de o redresare în cadrul orizontului de proiecție, sprijinită de consolidarea cererii, de nivelul scăzut al ratelor dobânzilor și de ameliorarea marjelor de profit. Proiecțiile privind investițiile în obiective rezidențiale indică numai un reviriment modest al acestora în cadrul orizontului de proiecție. Ajustările pe piețele imobiliare în unele țări continuă să limiteze procesul de revigorare a investițiilor în obiective rezidențiale. Totuși, aceste evoluții nefavorabile sunt parțial compensate de o atractivitate sporită a investițiilor imobiliare în raport cu alte tipuri de plasament în unele țări în care investițiile în obiective rezidențiale ar trebui să fie alimentate și de nivelul scăzut al ratelor dobânzilor la creditele ipotecare. Se preconizează reducerea investițiilor guvernamentale în cadrul orizontului de proiecție, după cum indică măsurile de consolidare fiscală vizate de unele țări din zona euro.

Prognozele privind consumul privat indică menținerea acestuia la un nivel modest pe parcursul anului 2012, având în vedere că un declin accentuat al venitului disponibil real este compensat numai parțial de scăderea ratei de economisire, reflectând uniformizarea intertemporală a consumului (*consumption smoothing*). Declinul pronunțat al venitului disponibil real este atribuit reducerii gradului de ocupare a forței de muncă și a remunerării reale pe salariat, precum și măsurilor de consolidare fiscală și nivelului scăzut al altor venituri decât cele din muncă. În anul 2013, se anticipează o expansiune moderată a consumului privat, reflectând în principal redresarea venitului disponibil real în contextul estompării graduale a efectului nefavorabil exercitat de factorii menționați anterior, dar și al sprijinului de care va beneficia acest indicator în urma atenuării presiunilor generate de prețurile materiilor prime. Se preconizează menținerea în general nemodificată a consumului guvernamental în termeni reali atât în anul 2012, cât și în anul 2013.

Se estimează că ritmul de creștere a importurilor din afara zonei euro se va accelera în cadrul orizontului de proiecție, deși rămâne limitat datorită nivelului scăzut al cererii interne. Ca urmare a expansiunii mai puternice a exporturilor, se anticipează că exportul net va avea o contribuție pozitivă semnificativă la dinamica PIB real în cadrul întregului orizont de proiecție.

**Tabel I Proiecții macroeconomice pentru zona euro**(variații procentuale anuale medii) <sup>1)</sup>

|                                   | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| IAPC                              | 2,7         | 2,3 – 2,5   | 1,0 – 2,2   |
| PIB real                          | 1,5         | -0,5 – 0,3  | 0,0 – 2,0   |
| Consumul privat                   | 0,2         | -0,7 – -0,1 | -0,4 – 1,4  |
| Consumul administrațiilor publice | -0,3        | -0,7 – 0,3  | -0,7 – 0,7  |
| Formarea brută de capital fix     | 1,6         | -3,2 – -1,0 | -0,8 – 3,8  |
| Exportul de bunuri și servicii    | 6,3         | 1,2 – 5,0   | 1,1 – 8,9   |
| Importul de bunuri și servicii    | 4,1         | -0,7 – 2,9  | 0,9 – 7,9   |

1) Proiecțiile privind PIB real și componentele acestuia conțin date statistice ajustate cu numărul zilelor lucrătoare. Proiecțiile privind importul și exportul includ schimburile comerciale între țările din zona euro.

Potrivit anticipațiilor, criza actuală a exercitat un impact nefavorabil asupra creșterii potențiale, deși amploarea exactă a acestuia rămâne deosebit de incertă. Este probabil ca persistența unei evoluții slabe a gradului de ocupare a forței de muncă și a investițiilor să afecteze în continuare dinamica PIB potențial. Ținând seama de perspectivele nefavorabile asociate creșterii economice, se estimează că deviația negativă a PIB se va amplifica în anul 2012, urmând să se îngusteze ușor în anul 2013.

## **PROIECȚII PRIVIND PREȚURILE ȘI COSTURILE**

Se anticipează că rata medie a inflației IAPC se va situa între 2,3% și 2,5% în anul 2012. Acest nivel relativ ridicat reflectă efectele exercitate de scumpirea petrolului, de impactul deprecierei cursului de schimb al euro și de majorarea impozitelor indirecte. Se preconizează temperarea semnificativă a inflației, care va înregistra o valoare medie cuprinsă între 1,0% și 2,2% în anul 2013. Atenuarea inflației va fi determinată în principal de evoluțiile prognozate ale prețurilor produselor energetice. Având în vedere ipotezele conform cărora prețurile petrolului vor scădea treptat în cadrul orizontului de proiecție, iar efectul majorărilor anterioare se va estompa, contribuția prețurilor produselor energetice la rata inflației totale este estimată a se diminua în anul 2013. Se anticipează că și aportul componentei alimente la rata inflației totale se va restrânge, deși într-o măsură mult mai

mică. Se preconizează că inflația IAPC, exclusiv alimente și produse energetice, se va menține, în linii mari, stabilă în anii 2012 și 2013, având în vedere că majorările anticipate ale impozitelor indirecte și ale prețurilor administrate vor determina presiuni în sensul creșterii asupra inflației, compensând presiunile în sensul scăderii exercitate de trenarea cererii interne și majorarea moderată a costurilor cu forța de muncă.

Mai concret, presiunile inflaționiste externe s-au amplificat la începutul acestui an, pe seama scumpirii petrolului și a deprecierei cursului de schimb al euro. Totuși, ipotezele tehnice privind cursurile de schimb și prețurile materiilor prime indică atenuarea acestor presiuni exogene în cadrul orizontului de proiecție. În plus, ritmul anual de creștere a deflatorului importurilor va fi supus unor efecte de bază semnificative în sensul scăderii, pe măsură ce majorările consemnate în anul anterior nu vor mai fi incluse în comparațiile anuale. Prin urmare, se preconizează declinul accentuat al dinamicii anuale a acestui indicator în cadrul orizontului de proiecție. Referitor la presiunile inflaționiste interne, se anticipează că ritmul anual de creștere a remunerării pe salariat se va tempera în anul 2012 și va continua să se încetinească ușor în anul 2013, pe seama deteriorării condițiilor pe piața forței de muncă. Ținând seama de rata medie ridicată a inflației în anul 2012, se estimează reducerea în termeni reali a remunerării pe salariat. În anul 2013, aceasta ar trebui să consemneze o dinamizare, reflectând declinul proiectat al ratei inflației, într-un ritm mult mai lent însă comparativ cu cel al productivității muncii în cadrul întregului orizont de proiecție. Ritmul anual de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă se va intensifica în anul 2012, ilustrând ciclicitatea temperării dinamicii productivității, dar se va încetini în anul 2013, în contextul revigorării productivității muncii și al unor presiuni salariale în continuare limitate. Se preconizează îngustarea marjelor de profit în anul 2012, atenuând creșterea accentuată a costurilor unitare cu forța de muncă, în contextul unei cereri agregate scăzute. Pentru anul 2013 se preconizează redresarea marjelor de profit, pe seama dinamicii mai lente a costurilor unitare cu forța de muncă, datorită creșterii mai alerte a productivității muncii și revirimentului cererii. Ca o reflectare a consolidării fiscale aflate în desfășurare în numeroase țări din zona euro, majorările prețurilor administrate și ale impozitelor indirecte sunt estimate a avea o contribuție superioară mediei la inflația IAPC atât în anul 2012, cât și în anul 2013.

## **COMPARAȚIE CU PROIECȚIILE DIN LUNA MARTIE 2012**

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE publicate în Buletinul lunar – martie 2012, intervalul de variație pentru creșterea PIB real în anul 2012 a rămas nemodificat, iar cel aferent anului 2013 s-a restrâns ușor. În privința inflației IAPC, intervalul de variație asociat proiecției a înregistrat o diminuare atât în anul 2012, cât și în anul 2013.

## Tabel 2 Comparație cu proiecțiile din luna martie 2012

(variații procentuale anuale medii)

|                        | 2012       | 2013      |
|------------------------|------------|-----------|
| PIB real – martie 2012 | -0,5 – 0,3 | 0,0 – 2,2 |
| PIB real – iunie 2012  | -0,5 – 0,3 | 0,0 – 2,0 |
| IAPC – martie 2012     | 2,1 – 2,7  | 0,9 – 2,3 |
| IAPC – iunie 2012      | 2,3 – 2,5  | 1,0 – 2,2 |

### Caseta 2

#### PROGNOZELE ALTOR INSTITUȚII

O serie de prognoze pentru zona euro au fost elaborate atât de organizații internaționale, cât și de instituții din sectorul privat. Totuși, acestea nu sunt strict comparabile una cu cealaltă sau cu proiecțiile macroeconomice realizate de experții Eurosistemului, întrucât au fost finalizate la momente diferite în timp. În plus, sunt utilizate metode diverse (în parte neprecizate) pentru stabilirea ipotezelor privind variabilele fiscale, financiare și externe, inclusiv prețul petrolului și al altor materii prime. De asemenea, există diferențe între prognoze în ceea ce privește metodele de ajustare cu numărul zilelor lucrătoare (a se vedea tabelul de mai jos).

Conform prognozelor puse în prezent la dispoziție de alte instituții, PIB real în zona euro se va reduce cu valori cuprinse între 0,1% și 0,4% în anul 2012, niveluri care se încadrează în intervalul de variație prevăzut în proiecțiile experților Eurosistemului. În anul 2013, proiecțiile indică o creștere a PIB real cuprinsă între 0,8% și 1,0%, niveluri care se încadrează, de asemenea, în intervalul de variație precizat în proiecțiile experților Eurosistemului.

În ceea ce privește inflația, prognozele puse la dispoziție de alte instituții relevă o rată medie a inflației IAPC cuprinsă între 2,0% și 2,4% în anul 2012, niveluri aflate în interiorul sau ușor sub intervalul de variație indicat în proiecțiile experților Eurosistemului. În anul 2013, se anticipează că inflația IAPC se va situa, în medie, între 1,6% și 1,9%, valori care se încadrează în intervalul de variație menționat în proiecțiile experților Eurosistemului.



## Comparația prognozelor privind creșterea PIB real și inflația IAPC în zona euro

(variații procentuale anuale medii)

|   | Data publicării | Creșterea PIB |           | Inflația IAPC |           |
|---|-----------------|---------------|-----------|---------------|-----------|
|   |                 | 2012          | 2013      | 2012          | 2013      |
| FMI   | aprilie 2012    | -0,3          | 0,9       | 2,0           | 1,6       |
| Sondaajul în rândul specialiștilor în prognoză<br>( <i>Survey of Professional Forecasters</i> ) | mai 2012        | -0,2          | 1,0       | 2,3           | 1,8       |
| Previziunile <i>Consensus Economics</i>   | mai 2012        | -0,4          | 0,8       | 2,4           | 1,8       |
| OCDE  | mai 2012        | -0,1          | 0,9       | 2,4           | 1,9       |
| Comisia Europeană   | mai 2012        | -0,3          | 1,0       | 2,4           | 1,8       |
| Proiecțiile experților Eurosistemului   | iunie 2012      | -0,5 – 0,3    | 0,0 – 2,0 | 2,3 – 2,5     | 1,0 – 2,2 |

Sursa: Prognoze economice ale Comisiei Europene, primăvara anului 2012; *IMF World Economic Outlook*, aprilie 2012; *OECD Economic Outlook*, mai 2012; *Consensus Economics Forecasts* și *Survey of Professional Forecasters*.

Notă: Atât proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului, cât și prognozele OCDE prezintă ritmuri anuale de creștere ajustate cu numărul zilelor lucrătoare, în timp ce Comisia Europeană și FMI prezintă dinamici anuale neajustate cu numărul zilelor lucrătoare pe an. Celelalte prognoze nu specifică dacă datele sunt ajustate sau nu cu numărul zilelor lucrătoare.

© Banca Centrală Europeană, 2012

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt pe Main, Germania  
 Adresa poștală: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt pe Main, Germania  
 Telefon: +49 69 1344 0  
 Fax: +49 69 1344 6000  
 Website: <http://www.ecb.europa.eu>

Toate drepturile rezervate.

Reproducerea informațiilor în scopuri necomerciale și educaționale este permisă numai cu indicarea sursei.