



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

EDITORIAL

Pe baza analizelor economice și monetare periodice, Consiliul guvernatorilor BCE a hotărât, în ședința din data de 6 septembrie 2012, ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână nemodificate. Având în vedere nivelul ridicat al prețurilor produselor energetice și majorările impozitelor indirecte în unele țări din zona euro, se anticipează că ratele inflației se vor menține peste 2% pe întreg parcursul anului 2012, urmând să revină sub acest nivel în cursul anului viitor și să rămână în concordanță cu obiectivul stabilității 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. Se anticipează menținerea unui ritm lent de creștere economică în zona euro, pe fondul tensiunilor persistente pe piețele financiare și al incertitudinilor sporite care afectează încrederea și percepția agenților economici. Reintensificarea tensiunilor pe piețele financiare ar putea influența balanța riscurilor asociate atât creșterii economice, cât și inflației.

În acest context, Consiliul guvernatorilor a hotărât, în cadrul ședinței menționate, modalitățile de efectuare a unor tranzacții monetare definitive (TMD) pe piețele secundare ale obligațiunilor guvernamentale din zona euro. După cum s-a precizat în luna august, este necesar ca BCE să poată asigura protejarea mecanismului de transmisie a politicii monetare în toate țările din zona euro. BCE vizează menținerea unei politici monetare unice și asigurarea transmiterii corespunzătoare a orientării de politică monetară către economia reală în întreaga zonă euro. Prin intermediul TMD, BCE va putea acționa în vederea remedierii distorsiunilor severe care afectează piețele obligațiunilor guvernamentale și care sunt generate, în special, de temerile nefondate ale investitorilor cu privire la reversibilitatea monedei euro. Prin urmare, sub rezerva respectării anumitor condiții, BCE va avea la dispoziție un mecanism de asistență pe deplin eficient pentru evitarea unor scenarii distructive care ar putea genera probleme grave la adresa stabilității prețurilor în zona euro. Consiliul guvernatorilor acționează strict în limitele mandatului de menținere a stabilității prețurilor pe termen mediu și dispune de independență în stabilirea politicii monetare; euro este ireversibil.

Pentru a restabili încrederea, factorii de decizie din zona euro trebuie să continue cu deosebită fermitate consolidarea fiscală, reformele structurale pentru stimularea competitivității și consolidarea instituțiilor europene. În același timp, guvernele trebuie să fie pregătite să activeze EFSF/MES pe piețele obligațiunilor atunci când piețele financiare se confruntă cu circumstanțe excepționale și când există riscuri la adresa stabilității

financiare, sub rezerva unei condiționalități stricte și eficiente, în concordanță cu orientările stabilite. Respectarea de către guverne a angajamentelor asumate și îndeplinirea de către EFSF/MES a rolului atribuit reprezintă condiții necesare pentru derularea tranzacțiilor definitive și pentru asigurarea eficacității acestora.¹ În plus, Consiliul guvernatorilor a adoptat decizii în vederea asigurării disponibilității unor garanții adecvate în cadrul operațiunilor de refinanțare ale Eurosistemului.² În ceea ce privește analiza economică, datele publicate recent indică, pentru trimestrul II 2012, o contracție cu 0,2% a PIB real în zona euro, în termeni trimestriali, după stagnarea înregistrată în intervalul anterior. Indicatorii economici relevă menținerea unui nivel modest al activității economice pe parcursul anului 2012, într-un context grevat de incertitudini sporite. Dincolo de orizontul pe termen scurt, Consiliul guvernatorilor anticipează că activitatea economică în zona euro se va redresa doar într-un ritm foarte moderat. Se anticipează că procesul necesar de ajustare bilanțieră din sectorul financiar și din cel nefinanciar, alături de rata ridicată a somajului și redresarea neuniformă la nivel mondial vor continua să exercite un efect inhibitor asupra creșterii economice.

Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2012 anticipează un ritm anual de creștere a PIB real situat între -0,6% și -0,2% în anul 2012 și între -0,4% și 1,4% în anul 2013. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2012, intervalele de variație pentru anii 2012 și 2013 au fost revizuite în sens descendent.

Conform evaluărilor, perspectivele economice pentru zona euro sunt grevate de riscuri în sensul scăderii, referitoare mai ales la tensiunile de pe mai multe piețe financiare din zona euro și la efectele potențiale de contagiune asupra economiei reale a zonei euro. Este necesară limitarea acestor riscuri prin aplicarea unor măsuri eficiente de către toți factorii de decizie din zona euro.

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a situat la 2,6% în luna august 2012, față de nivelul de 2,4% înregistrat în luna anterioară. Această creștere este în principal rezultatul unor noi majorări ale prețurilor produselor energetice exprimate în euro. Pe baza actualelor cotații *futures* ale petrolului, ratele inflației ar putea înregistra niveluri relativ mai ridicate decât cele anticipate în urmă cu câteva luni, dar care vor reveni sub nivelul de 2% pe parcursul anului viitor. În cadrul orizontului relevant pentru politica monetară, 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 moderate.

¹ Pentru detalii suplimentare, a se vedea comunicatul de presă din data de 6 septembrie 2012 intitulat „Technical features of Outright Monetary Transactions”.

² Pentru detalii suplimentare, a se vedea comunicatul de presă din data de 6 septembrie 2012 intitulat „Measures to preserve collateral availability”.

Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2012 anticipează o rată anuală a inflației IAPC cuprinsă între 2,4% și 2,6% în anul 2012 și între 1,3% și 2,5% în anul 2013. Aceste intervale de prognoză se situează la niveluri ușor mai ridicate comparativ cu cele din proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2012.

Balanța riscurilor la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor se menține, în general, echilibrată pe termen mediu. Riscurile în sensul creșterii sunt generate de noi majorări ale impozitelor indirecte, având în vedere necesitatea consolidării fiscale. Principalele riscuri în sensul scăderii sunt asociate impactului unei creșteri economice sub așteptări în zona euro, îndeosebi ca urmare a reintensificării tensiunilor pe piețele financiare, precum și efectelor acesteia asupra componentelor interne ale inflației. O astfel de intensificare ar putea înclina balanța riscurilor în sensul scăderii în cazul în care factorii de decizie din întreaga zonă euro nu vor adopta măsuri eficiente pentru limitarea acesteia.

În ceea ce privește analiza monetară, ritmul expansiunii masei monetare a continuat să fie modest. Dinamica anuală a agregatului monetar M3 s-a situat la 3,8% în luna iulie 2012, în creștere de la 3,2% în luna iunie. Accelerarea ritmului de creștere a M3 s-a datorat cu precădere unei preferințe sporite pentru lichiditate, reflectată de intensificarea în continuare a dinamicii anuale a masei monetare în sens restrâns (M1) la 4,5% în luna iulie, de la 3,5% în iunie.

Ritmul anual de creștere a împrumuturilor acordate sectorului privat, ajustat cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare, s-a menținut la un nivel modest, de 0,5% în luna iulie, față de 0,3% în iunie. Dinamica anuală a creditelor acordate de IFM societăților nefinanciare și cea a creditelor acordate populației, ajustate cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare, s-au menținut la un nivel scăzut, de -0,2% și, respectiv, 1,1%. Creșterea modestă a volumului împrumuturilor reflectă, în mare parte, perspectivele nefavorabile asociate PIB, sporirea aversiunii față de risc și ajustarea în continuare a bilanțurilor gospodăriilor populației și întreprinderilor, toți acești factori afectând cererea de împrumuturi. În plus, în mai multe țări din zona euro, segmentarea piețelor financiare și constrângerile legate de capital cu care se confruntă băncile continuă să afecteze oferta de credite.

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

În concluzie, analiza economică sugerează 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.

Cu toate că se înregistrează progrese considerabile, necesitatea implementării unor ajustări structurale și fiscale rămâne o prioritate în numeroase țări europene. În ceea ce privește măsurile structurale, sunt necesare în continuare reforme rapide și ferme pe piața bunurilor și serviciilor și pe piața forței de muncă în întreaga zonă euro pentru stimularea competitivității și a capacităților de ajustare și pentru înregistrarea unor ritmuri mai înalte de creștere economică sustenabilă. Totodată, aceste reforme structurale vor completa și vor sprijini consolidarea fiscală și sustenabilitatea datoriei publice. În domeniul fiscal, este esențială adoptarea de către autoritățile guvernamentale a tuturor măsurilor necesare pentru îndeplinirea obiectivelor stabilite pentru anul 2012 și pentru anii următori. În acest sens, preconizata implementare rapidă a pactului fiscal ar trebui să constituie un element fundamental pentru consolidarea încrederii în caracterul solid al finanțelor publice. De asemenea, este esențială continuarea cu deosebită fermitate a eforturilor de consolidare a instituțiilor europene.

Caseta I

MĂSURI DE POLITICĂ MONETARĂ STABILITE DE CONSILIUL GUVERNATORILOR LA DATA DE 6 SEPTEMBRIE 2012

La data de 6 septembrie 2012, Consiliul guvernatorilor a hotărât modalitățile de derulare a unor tranzacții monetare definitive (TMD) pe piețele secundare ale obligațiunilor guvernamentale din zona euro. Scopul acestor tranzacții este protejarea politicii monetare unice și a mecanismului de transmisie în toate țările din zona euro. Prin intermediul TMD, Eurosistemul va putea acționa în vederea remedierii distorsiunilor severe care afectează piețele obligațiunilor guvernamentale și care sunt generate, în special, de temerile nefondate ale investitorilor cu privire la reversibilitatea monedei euro, reflectate inclusiv de majorarea ecartului între costul datoriilor suverane pe termen scurt până în luna iulie 2012 (Graficul A). În acest context, BCE va avea la dispoziție un mecanism de asistență pe deplin eficient pentru evitarea unor scenarii distructive, care ar putea genera probleme grave la adresa stabilității prețurilor în zona euro.

Necesitatea de a proteja mecanismul de transmisie a politicii monetare în zona euro

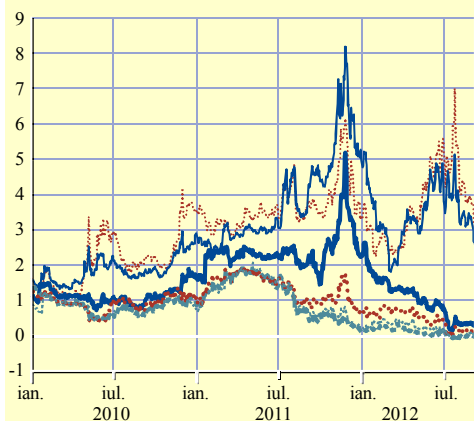
Piețele obligațiunilor guvernamentale dețin un rol esențial în diverse etape ale mecanismului de transmisie a politicii monetare. Acestea prezintă o relevanță deosebită în stabilirea condițiilor de finanțare a băncilor. În primul rând, perpetuarea temerilor privind unele evoluții adverse care afectează piețele datoriilor suverane conduce la propagarea unor perspective negative privind situația băncilor și a debitorilor. În al doilea rând, în procesul de stabilire a remunerării depozitelor și a randamentului obligațiunilor emise pe piață, băncile „concură” pe segmentul de retail cu randamentele ridicate ale obligațiunilor și bonurilor de tezaur emise de autoritățile guvernamentale.

Grafic A Randamentele obligațiunilor guvernamentale cu scadența la doi ani și la zece ani în unele țări din zona euro

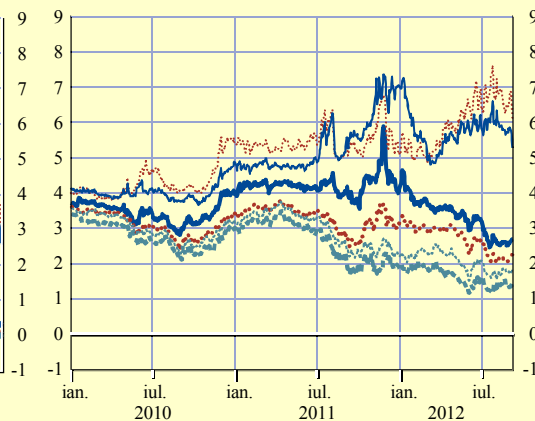
(%, p.a.)

— Belgia — Italia
... Franța ... Spania
- - - Germania - - - Țările de Jos

a) cu scadența la 2 ani



b) cu scadența la 10 ani

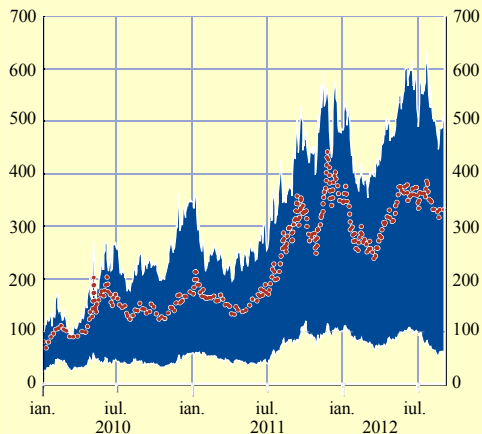


Sursa: Thomson Reuters.
Cele mai recente date se referă la 6 septembrie 2012.

Grafic B Intervalele de variație pentru CDS suverane și CDS bancare în zona euro

(puncte de bază)

— intervalul de variație pentru CDS suverane
— CDS bancare



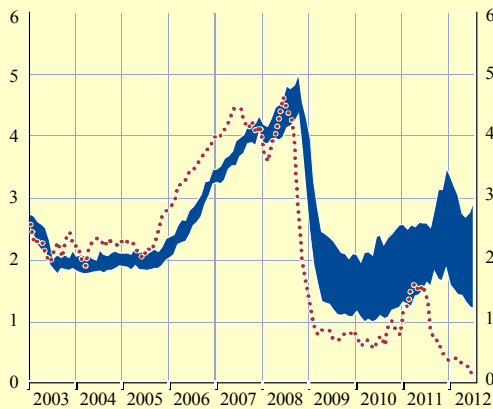
Sursa: Thomson Reuters, Bloomberg și calcule BCE.

Notă: CDS cu scadența la cinci ani. Intervalul pentru zona euro indică valoarea minimă și cea maximă a CDS suverane pentru Franța, Germania, Italia și Spania. Cele mai recente date se referă la 4 septembrie 2012.

Grafic C Rate ale dobânzilor aplicate de IFM la depozitele bancare cu scadența inițială de până la un an constituite de persoane fizice

(%, p.a.)

— interval de remunerare a depozitelor
••••• rata dobânzii pe piața interbancară *overnight* la operațiunile *swap* - cu scadența la un an



Sursa: calcule BCE.

Notă: Intervalul este definit de percentile 20 și 80 ale remunerării depozitelor și acoperă trei cincimi din nivelurile ratelor dobânzilor pentru țările din zona euro. În același timp, este exclusă câte o cincime din nivelul superior și, respectiv, inferior curbelor. Cele mai recente date se referă la luna iulie 2012.

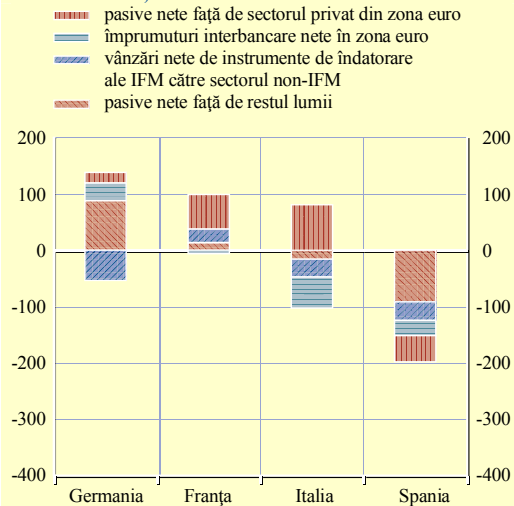
Aceasta contribuie la majorarea costurilor de finanțare ale băncilor. În al treilea rând, acordarea de împrumuturi garantate între bănci pe piața interbancară presupune, de obicei, utilizarea de titluri de stat drept garanție. Prin urmare, tensiunile manifestate pe piețele datoriilor suverane reduc volumul de garanții al băncilor și, implicit, accesul acestora la lichiditate. În al patrulea rând, un eventual declin înregistrat în urma evaluării portofoliului de obligațiuni guvernamentale conduce la deteriorarea bilanțului băncilor.

Ca urmare a tensiunilor manifestate pe piața obligațiunilor suverane, capacitatea de creditare a băncilor este serios afectată, având consecințe nefavorabile asupra economiei reale și conducând la deteriorarea în continuare a calității activelor băncilor. Aceste tensiuni sunt reflectate de creșterea CDS ale băncilor din zona euro, precum și de restrângerea treptată și persistentă a accesului la finanțare pentru băncile din unele țări ale zonei euro. Începând din primăvara anului 2010, evoluțiile CDS corespunzătoare băncilor din zona euro sunt strâns legate de cele consemnate la limita superioară a intervalului de variație pentru CDS suveran în cele mai mari economii din zona euro (Graficul B).

Consecințele în plan general sunt severe din punct de vedere al costurilor și volumelor de finanțare. Costul de finanțare a băncilor, de exemplu prin atragerea de depozite, a înregistrat evoluții din ce în ce mai divergente până în luna iulie 2012 (Graficul C). Astfel, acesta a crescut în mod semnificativ în țările confruntate cu condiții dificile de finanțare și a consemnat o scădere accentuată în țările cu surplus de finanțare. În ceea ce privește accesul la finanțare, Graficul D indică niveluri ridicate ale

Grafic D Pasivele nete ale IFM față de rezidenți ai zonei euro și față de restul lumii în unele țări

(fluxuri cumulate în perioada decembrie 2011-iulie 2012 în miliarde EUR)



Sursa: BCE.

Notă: Sectorul respondent IFM, exclusiv Eurosistemul. Împrumuturile interbancare nete din zona euro exclud creditele și depozitele cu Eurosistemul.

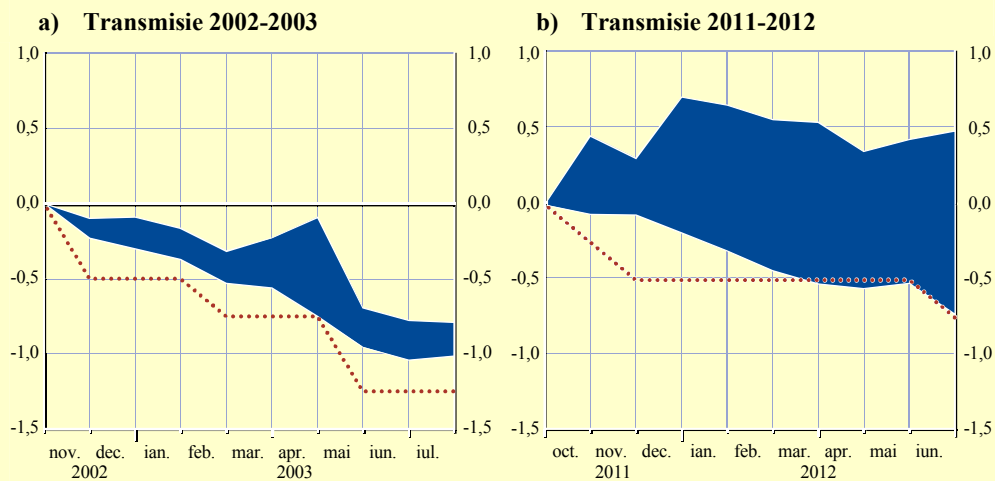
necesarului de finanțare înregistrate, în perioada decembrie 2011-iulie 2012, de către IFM rezidente în Spania și, într-o mai mică măsură, în Italia. Acestea au fost generate de reducerea finanțării nete provenite din împrumuturile interbancare din zona euro (cu excepția Eurosistemului) și de la nerezidenți, precum și de răscumpărările nete de instrumente de îndatorare deținute de sectorul non-IFM. În schimb, situația finanțării IFM din Germania și, într-o mai mică măsură, a IFM din Franța este complet diferită. Impactul exercitat de reducerea finanțării pe segmentul de retail și a finanțării interbancare asupra desfășurării activității bancare a fost parțial atenuat de furnizarea de lichiditate de către Eurosistem, în special prin cele două operațiuni de refinanțare cu scadența la trei ani.

Coroborate cu condițiile economice specifice fiecărei țări, diferențele între condițiile de finanțare a băncilor reprezintă un factor esențial pentru justificarea ecarturilor dintre

Grafic E Variațiile cumulate ale ratelor dobânzilor de politică monetară ale BCE și ale dobânzilor la creditele bancare pentru împrumuturile pe termen scurt acordate de IFM societăților nefinanciare în țările zonei euro

(variații în puncte procentuale)

— interval de variație a ratelor la creditele bancare
 rata minimă a dobânzii acceptate la OPR



Sursa: calcule BCE.

Notă: Intervalul definit de curbele percentilelor 20-80 indică evoluția ratelor dobânzilor la împrumuturile bancare pe termen scurt pentru trei cincimi din nivelurile ratelor dobânzilor din țările zonei euro. În același timp, este exclusă câte o cincime din nivelul superior și, respectiv, inferior curbelor. Cele mai recente date se referă la luna iulie 2012.

dobânzile la creditele bancare aplicate de IFM societăților nefinanciare și populației din toate țările zonei euro. Această situație îngreunează transmisia politicii monetare în unele țări din zona euro. Graficul E (partea din stânga) prezintă reacția rapidă și, mai ales, omogenă a ratelor dobânzilor la creditele bancare pe termen scurt acordate societăților nefinanciare din țările zonei euro la reducerile dobânzii de politică monetară a BCE cu 125 puncte de bază efectuate în perioada noiembrie 2002-august 2003. În schimb, în urma reducerilor cu 75 puncte de bază din perioada octombrie 2011-iulie 2012, ratele dobânzilor la creditele bancare acordate în țările zonei euro nu au înregistrat reacții sistematice. De fapt, după cum indică Graficul E (partea din dreapta), limita inferioară a intervalului de variație a ratelor dobânzilor la împrumuturile pe termen scurt acordate de IFM societăților nefinanciare a înregistrat o scădere, conform așteptărilor, în timp ce limita superioară a crescut, în pofida reducerii ratelor dobânzilor de politică monetară ale BCE. Această evoluție sugerează o transmisie necorespunzătoare a orientării de politică monetară. Elementul esențial care stă la baza TMD este mai buna corelare a condițiilor de finanțare a economiei reale cu ratele dobânzilor reprezentative ale BCE.

Modalități de derulare a TMD

Pentru a asigura eficiența TMD au fost stabilite o serie de condiții și modalități operaționale esențiale.¹

O cerință obligatorie pentru TMD este condiționalitatea strictă și eficientă impusă unui program corespunzător derulat în cadrul European Financial Stability Facility/Mecanismului european de stabilizare financiară (EFSF/MES). Acestea pot consta într-un program complet EFSF/MES de ajustare macroeconomică sau într-un program cu scop preventiv (linie de credit cu condiții mai stricte – *Enhanced Conditions Credit Line*), cu condiția să includă și posibilitatea ca EFSF/MES să efectueze achiziții de pe piața primară. Se va solicita, de asemenea, implicarea FMI în elaborarea condiționalităților specifice fiecărei țări și monitorizarea programelor.

Consiliul guvernatorilor va lua în considerare efectuarea TMD în măsura în care acestea sunt justificate din perspectiva politicii monetare, cu respectarea pe deplin a condiționalității programului, și le va suspenda după îndeplinirea obiectivelor vizate sau în caz de nerespectare a programului de ajustare macroeconomică sau a programului cu scop preventiv. În urma unei evaluări detaliate, Consiliul guvernatorilor va decide asupra demarării, continuării și suspendării TMD, acționând discreționar și cu respectarea mandatului său de politică monetară.

Se va avea în vedere realizarea TMD în cadrul unor viitoare programe de ajustare macroeconomică sau al unor programe cu scop preventiv derulate în cadrul EFSF/MES, conform celor menționate anterior. Poate fi avută în vedere efectuarea acestora și în cazul statelor membre care, în prezent, fac obiectul unui program de ajustare macroeconomică, în momentul redobândirii accesului pe piața obligațiunilor.

TMD vor viza capătul mai scurt al curbei randamentelor, cu scadențe între unu și trei ani. Este important de remarcat, după cum indică Graficul A, că randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen scurt par să fie afectate mai puternic de amplificarea tensiunilor. În plus, se anticipează că variațiile înregistrate la capătul mai scurt al curbei randamentelor se vor transmite și la nivelul scadențelor mai lungi. De asemenea, scadențele mai scurte sunt similare orizontului vizat, în prezent, de politica monetară și se află într-o legătură mai strânsă cu rata dobânzii de referință la împrumuturile bancare pe termen scurt.

Caracteristica scadenței scurte a titlurilor achiziționate ar trebui să faciliteze impunerea condiționalității și să limiteze creșterea persistentă a bilanțului Eurosistemului. Acesta reprezintă un

aspect important pentru menținerea disciplinei fiscale și pentru abordarea aspectelor legate de hazardul moral.

În conformitate cu interdicția privind finanțarea monetară (articolul 123 din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene), achizițiile vor fi efectuate exclusiv pe piața secundară. Aplicarea unei condiționalități stricte va asigura disciplina fiscală în țările eligibile pentru efectuarea TMD. La adoptarea deciziilor cu privire la aceste tranzacții, BCE urmărește îndeplinirea obiectivului de contracarare a riscurilor la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu care decurg din unele scenarii distructive extreme care ar putea genera probleme grave la adresa stabilității prețurilor în zona euro. Prin urmare, TMD sunt pe deplin conforme cu mandatul fundamental al BCE. În plus, toate deciziile cu privire la TMD sunt adoptate de Consiliul guvernatorilor în totală independență.

În vederea sprijinirii în continuare a eficienței TMD, Eurosistemul va clarifica în cadrul actului juridic relevant faptul că acceptă același tratament (*pari passu*) ca și cel aplicat creditorilor privați sau altor tipuri de creditori în ceea ce privește obligațiunile emise de țările din zona euro și achiziționate de către Eurosistem prin intermediul TMD, în conformitate cu termenii de emisie a obligațiunilor respective. În plus, lichiditatea creată în urma efectuării TMD va fi sterilizată în totalitate.

Măsuri neconvenționale suplimentare adoptate pentru menținerea disponibilității unor garanții adecvate

În vederea menținerii disponibilității unor garanții adecvate în cadrul operațiunilor de refinanțare ale Eurosistemului, Consiliul guvernatorilor a decis, de asemenea, să suspende aplicarea pragului minim al ratingului de credit în cadrul cerințelor privind eligibilitatea garanțiilor în scopul operațiunilor de creditare ale Eurosistemului pentru următoarele active: instrumente de îndatorare tranzacționabile emise sau garantate de administrația centrală și creanțe private acordate administrației centrale sau garantate de aceasta, în țări care sunt eligibile pentru TMD sau care fac obiectul unui program UE-FMI și respectă condiționalitățile impuse, conform evaluării Consiliului guvernatorilor.² În plus, instrumentele de îndatorare tranzacționabile exprimate în dolari SUA, lire sterline și yeni japonezi, care sunt emise și deținute în zona euro, vor fi acceptate drept garanții eligibile în cadrul operațiunilor de creditare ale Eurosistemului până la noi dispoziții. Această măsură reintroduce o decizie similară aflată în vigoare în perioada octombrie 2008-decembrie 2010.

1. Pentru detalii asupra caracteristicilor tehnice ale TMD, a se vedea
http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

2. Pentru detalii suplimentare asupra acestor măsuri, a se vedea
http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_2.en.html



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

REZUMATELE CAPITOLELOR DIN BULETINUL LUNAR AL BCE, SEPTEMBRIE 2012

EVOLUȚII ECONOMICE ȘI MONETARE

1. MEDIUL EXTERN AL ZONEI EURO

Economia mondială continuă să se redrezeze progresiv, în pofida unei moderări relativ sincronizate a ritmului de creștere în trimestrul II 2012. Cele mai recente date din sondaje indică unele semne de stabilizare în cursul trimestrului III, deși la niveluri scăzute. Începând cu trimestrul IV se așteaptă o consolidare treptată a activității economice. În economiile emergente, creșterea economică s-a temperat, menținându-se totuși solidă în comparație cu economiile dezvoltate. În ultimele luni, inflația a continuat să se modereze atât în economiile dezvoltate, cât și în cele emergente..

2. EVOLUȚII MONETARE ȘI FINANCIARE

2.1. Moneda și creditele acordate de IFM

În contextul ratelor scăzute ale dobânzilor și pe fondul incertitudinilor sporite, dinamica masei monetare a reflectat în continuare preferința pentru lichiditate a sectorului deținător de resurse în intervalul aprilie iulie 2012. S-au consemnat influxuri la nivelul instrumentelor celor mai lichide din cadrul M3, înregistrându-se realocări de fonduri atât în interiorul, cât și în afara agregatului monetar în sens larg. Similar primului trimestru al anului curent, cea de-a doua sursă de creație monetară a constat în continuare în creditele acordate administrațiilor publice. În schimb, dinamica împrumuturilor acordate sectorului privat a continuat să se tempereze în perioada aprilie iulie. Firmele care dispuneau de lichidități și companiile mari din țările unde s-au înregistrat intrări de capitaluri au preferat să se finanțeze atât pe piața internă, cât și prin îndatorare pe piața externă, în detrimentul împrumuturilor acordate de IFM. Cererea de împrumuturi s-a menținut modestă în celelalte state din zona euro, pe fondul incertitudinilor sporite, nivelului scăzut de încredere și al imperativului de a reduce gradul ridicat de îndatorare a sectorului privat. Totodată, oferta de credite a fost în continuare moderată de constrângerile bilanțiere cu care s-au confruntat băncile din țările respective. Dinamica masei monetare și a creditului s-a menținut la niveluri moderate, indicând faptul că balanța riscurilor la adresa stabilității prețurilor este echilibrată pe ansamblul zonei euro. Pe de altă parte, se impune supravegherea constantă a evoluțiilor din perioada următoare, având în vedere gradul ridicat de eterogenitate între țări.

2.2. Plasamente financiare ale sectoarelor nefinanciare și ale investitorilor instituționali

Dinamica anuală a plasamentelor financiare ale sectoarelor nefinanciare s-a intensificat în trimestrul I 2012, reflectând parțial preferința sporită pentru dețineri lichide în contextul incertitudinilor crescute. Rata anuală de creștere a plasamentelor financiare realizate de societățile de asigurări și fondurile de pensii s-a stabilizat, pe fondul majorării considerabile a investițiilor gospodăriilor populației în rezerve tehnice de asigurare. Cu excepția fondurilor de obligațiuni, toate categoriile principale de fonduri de plasament au consemnat răscumpărări nete în trimestrul II 2012 ca urmare a relaxării condițiilor de pe piețele obligațiunilor grație măsurilor neconvenționale de politică monetară adoptate de Eurosistem.

2.3. Ratele dobânzilor pe piața monetară

În intervalul cuprins între 5 iunie și 5 septembrie 2012, ratele dobânzilor pe piața monetară au urmat, în general, o traiectorie descendentă. Evoluția a fost în concordanță cu scăderea constantă înregistrată de EONIA, care a fluctuat la niveluri reduse de la începutul anului, reflectând totodată diminuarea cu 25 de puncte de bază a ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE (începând cu data de 11 iulie 2012) și surplusul considerabil de lichiditate de pe piața monetară *overnight*. În perioada analizată, randamentele pe piața monetară au consemnat un grad mai redus de volatilitate.

2.4. Piața obligațiunilor

În intervalul 1 iunie-5 septembrie 2012, randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung cotate AAA s-au majorat, în ansamblu, cu aproximativ 10 puncte de bază în zona euro. În Statele Unite, randamentele asociate titlurilor de stat pe termen lung s-au menținut practic nemodificate. Randamentele titlurilor de stat pe termen lung în zona euro au urcat în luna iunie, dar ulterior au cunoscut o perioadă prelungită de declin, datorat în principal temerilor tot mai ample ale pieței referitoare la perspectivele economice pe termen foarte scurt și la criza datoriilor în zona euro. Randamentele aferente obligațiunilor guvernamentale pe termen lung ale Statelor Unite au cunoscut evoluții în general fluctuante în luna iunie, urmate de o scădere în prima jumătate a lunii iulie, proces care s-a inversat la finele lunii iulie și în august. În zona euro, diferențialele asociate randamentelor obligațiunilor pe termen lung față de cele ale Germaniei s-au restrâns în majoritatea țărilor. Incertitudinile cu privire la evoluțiile viitoare de pe piețele obligațiunilor în zona euro, determinate pe baza volatilității implicite a acestor piețe, s-au menținut, în linii mari, la nivelurile înregistrate la începutul lunii iunie. În Statele Unite, volatilitatea implicită a pieței obligațiunilor s-a diminuat în decursul aceleiași perioade și a

rămas la niveluri inferioare celor din zona euro. În zona euro, 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 perioada 1 iunie-5 septembrie 2012, cotațiile acțiunilor au crescut cu circa 13% în zona euro și cu 7% în Statele Unite. În zona euro, prețurile acțiunilor au beneficiat de susținere din partea inițiativelor de politică vizând consolidarea stabilității financiare. Cotațiile titlurilor din sectorul financiar s-au majorat față de ultima parte a lunii iulie, în urma declarațiilor factorilor de decizie privind angajamentul asumat de aceștia în vederea adoptării măsurilor necesare pentru soluționarea crizei. În ansamblu, cotațiile bursiere în sectorul financiar au înregistrat evoluții superioare celor din sectorul nefinanciar. Incertitudinile de pe piețele acțiunilor, măsurate pe baza volatilității implicite, s-au restrâns semnificativ atât în zona euro, cât și în Statele Unite.

2.6. Finanțarea și situația financiară a societăților nefinanciare

În perioada aprilie-iulie 2012, costul real al finanțării societăților nefinanciare din zona euro a consemnat o diminuare ne semnificativă, pe fondul scăderii generalizate la nivelul tuturor subcategoriilor, dar în special a ratelor dobânzilor la împrumuturile pe termen lung. În privința fluxurilor de finanțare, ritmul anual de creștere a împrumuturilor contractate de societățile nefinanciare s-a temperat la -0,6% în trimestrul II 2012. Dinamica redusă a creditului s-a datorat, în mare măsură, condițiilor economice precare, riscului încă ridicat de credit, constrângerilor pe partea ofertei și cererii modeste de împrumuturi. Activitatea de emisiune a titlurilor de credit de către societățile nefinanciare s-a intensificat în continuare în trimestrul II 2012.

2.7. Finanțarea și situația financiară a sectorului gospodăriile populației

În trimestrul II 2012, condițiile de finanțare a gospodăriilor populației din zona euro s-au caracterizat prin scăderi la nivelul dobânzilor active. Evoluția a reflectat reducerea ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE, precum și îmbunătățirea situației lichidității și finanțării băncilor ca urmare a măsurilor neconvenționale de politică monetară adoptate de BCE, în special a operațiunilor de refinanțare pe termen mai lung cu scadența la trei ani. Astfel, deși intensificarea crizei datoriei suverane a exercitat o influență negativă asupra situației finanțării băncilor, măsurile de politică monetară au diminuat impactul acesteia

asupra costurilor și volumului împrumuturilor acordate populației. Ritmul anual de creștere a creditelor acordate populației de către IFM, ajustat cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare, s-a temperat la 1,4% în trimestrul II 2012 și ulterior la 1,1% în luna iulie. Prin urmare, cele mai recente date disponibile continuă să indice evoluții modeste în activitatea de creditare a gospodăriilor populației. Cu toate acestea, evoluția creditelor a prezentat în continuare diferențe semnificative la nivel de țară. Se estimează că ponderea datoriei în venitul disponibil brut al gospodăriilor populației a crescut ușor în trimestrul II 2012, în timp ce povara cheltuielilor cu dobânzile a rămas în linii mari nemodificată.

3. PREȚURI ȘI COSTURI

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro a fost de 2,6% în luna august 2012, comparativ cu 2,4% în luna anterioară. Această creștere s-a datorat în principal noilor majorări ale prețurilor în euro ale produselor energetice. Pe baza actualelor cotații futures ale petrolului, ratele inflației ar putea să crească peste nivelul anticipat în urmă cu câteva luni, dar ar trebui să revină sub nivelul de 2% în cursul anului următor. În cadrul orizontului relevant pentru politica monetară, 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 se mențină moderate. Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2012 anticipează o rată anuală a inflației IAPC cuprinsă între 2,4% și 2,6% în anul 2012 și între 1,3% și 2,5% în anul 2013. Intervalele de prognoză pentru anii 2012 și 2013 se situează la niveluri ușor mai ridicate comparativ cu cele cuprinse în proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2012. Balanța riscurilor la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor se menține, în general, echilibrată pe termen mediu. Riscurile în sensul creșterii sunt generate de noi majorări ale impozitelor indirecte, având în vedere necesitatea consolidării fiscale. Principalele riscuri în sensul scăderii sunt asociate impactului unei creșteri economice sub așteptări în zona euro, îndeosebi ca urmare a reintensificării tensiunilor pe piețele financiare, precum și efectelor acesteia asupra componentelor interne ale inflației. În cazul în care factorii de decizie din întreaga zonă euro nu vor adopta măsuri eficiente pentru a limita o astfel de intensificare, aceasta poate înclina balanța riscurilor în sensul scăderii.

4. PRODUCȚIA, CEREREA ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

Datele statistice publicate recent indică, pentru trimestrul II 2012, o contracție cu 0,2% a PIB real în zona euro, în termeni trimestriali, după stagnarea înregistrată în intervalul anterior. Indicatorii economici relevă menținerea unui nivel modest al activității economice pe parcursul anului 2012, într-un context grevat de incertitudini sporite. Dincolo de orizontul pe termen scurt, se anticipează că economia zonei euro se va redresa doar într-un ritm foarte moderat. Se estimează că procesul necesar de ajustare bilanțieră din sectorul financiar și din cel nefinanciar, alături de rata ridicată a șomajului și redresarea neuniformă la nivel mondial vor continua să exercite un efect inhibitor asupra creșterii economice. Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2012 anticipează un ritm anual de creștere a PIB real situat între -0,6% și 0,2% în anul 2012 și între -0,4% și 1,4% în anul 2013. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2012, intervalele de variație pentru anii 2012 și 2013 au fost revizuite în sens descendent. Conform evaluărilor, perspectivele economice pentru zona euro sunt grevate de riscuri în sensul scăderii.

5. EVOLUȚII FISCALE

Potrivit celor mai recente date statistice privind finanțele publice în zona euro, disponibile până în trimestrul I 2012, deficitul public la nivelul întregii zone euro a continuat să scadă, deși într-un ritm mai lent, în timp ce ponderea datoriei publice în PIB a continuat să crească. Privind în perspectivă, este esențial ca guvernele din zona euro să adere strict la țintele bugetare stabilite și să corecteze deficitele excesive până la datele limită convenite. În acest context, proiectele de buget pentru anul 2013, aflate în prezent în curs de elaborare, trebuie să stabilească măsuri clare și suficient de ambițioase pentru atingerea țintelor fiscale. Totodată, se consemnează noi inițiative de consolidare a guvernantei fiscale în zona euro, inclusiv negocieri privind așa-numitele regulamente „two pack” (pachet de două propuneri legislative) și activitatea grupului de lucru care pregătește un raport ce cuprinde propuneri privind crearea unei uniuni fiscale.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

Caseta

PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR BCE

Perspectivile economice actuale sunt deosebit de incerte, întrucât depind în mod fundamental de deciziile de politică viitoare, precum și de reacția agenților economici din sectorul privat și a piețelor financiare la aceste decizii. În acest context, pe baza informațiilor disponibile până la data de 24 august 2012, experții BCE au elaborat proiecțiile privind evoluțiile macroeconomice în zona euro.¹ În ceea ce privește PIB real, se anticipează un ritm mediu anual de creștere cuprins între -0,6% și -0,2% în anul 2012 și între -0,4% și 1,4% în anul 2013. Se preconizează că rata inflației se va situa între 2,4% și 2,6% în anul 2012 și între 1,3% și 2,5% în anul 2013.

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

Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile produselor energetice și ale materiilor prime non-energetice se bazează pe anticipațiile pieței până la data de referință de 16 august 2012.

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 0,6% în anul 2012 și la 0,3% în anul 2013. Anticipațiile pieței cu privire la randamentele nominale ale obligațiunilor guvernamentale din zona euro cu scadența la 10 ani indică un nivel mediu de 4,0% în anul 2012 și de 4,2% în anul 2013. Ca o reflectare a traiectoriei ratelor dobânzilor pe piața contractelor *forward* și a transmiterii treptate a modificărilor ratelor dobânzilor pe piața interbancară la nivelul ratelor dobânzilor active, se preconizează că ratele dobânzilor agregate la creditele bancare pe termen scurt și lung acordate sectorului privat nefinanciar din zona euro vor atinge un nivel minim – ratele dobânzilor la creditele pe termen lung, la jumătatea anului 2012, iar cele pe termen scurt, la finele anului 2012. Potrivit estimărilor, condițiile de creditare vor avea o influență negativă asupra activității economice din zona euro în anii 2012 și 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 111,7 USD/baril în anul 2012 și de 107,3 USD/baril în anul 2013. Se estimează că prețurile în USD ale materiilor prime non-energetice² se vor reduce cu 8,3% în anul 2012 și cu 0,3% în anul 2013.

¹ Proiecțiile macroeconomice ale experților BCE le completează pe cele ale experților Eurosistemului, care sunt elaborate în comun de experții BCE și cei ai băncilor centrale naționale din zona euro cu o frecvență semestrială. Metodele utilizate sunt armonizate cu cele care stau la baza proiecțiilor experților Eurosistemului, descrise în documentul intitulat *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 Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, decembrie 2009, disponibilă pe website-ul BCE.

² Ipotezele privind prețurile petrolului și ale alimentelor se bazează pe cotațiile *futures* până la sfârșitul orizontului de proiecție. În cazul altor materii prime, se presupune că prețurile vor urma tendința cotațiilor *futures* până în trimestrul III 2013, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială.

În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se preconizează că acestea vor rămâne nemodificate 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 1,26 USD/EUR în anul 2012 și de 1,23 USD/EUR în anul 2013. Se prognozează o depreciere a cursului de schimb efectiv al euro cu 6,3% în anul 2012 și cu 2,1% în anul 2013.

Ipotezele privind politica fiscală se bazează pe măsurile deja aprobate de parlamentele naționale sau care au fost definite suficient de detaliat de către autoritățile guvernamentale și au o probabilitate ridicată de a fi adoptate în cadrul procesului legislativ. Pentru anul 2012 se preconizează măsuri substanțiale de consolidare, inclusiv majorări ale impozitelor în diferite țări, în timp ce măsurile pentru anul 2013 au o amploare mai redusă și sunt concentrate mai mult pe partea de cheltuieli.

IPOTEZE PRIVIND CONTEXTUL INTERNAȚIONAL

Dinamica PIB real mondial (exceptând zona euro) este proiectată să se accelereze de la 3,8% în anul 2012 la 4,0% în anul 2013. Deși datele privind creșterea PIB real publicate recent pentru trimestrul II 2012 au confirmat moderarea relativ sincronizată a ritmului de creștere la nivel mondial, se anticipează o intensificare treptată a acestuia începând din semestrul II 2012, sprijinită de ameliorarea condițiilor financiare, într-un context caracterizat de implementarea unor politici monetare acomodative. Cu toate acestea, se preconizează că ritmul de creștere a principalelor economii dezvoltate va fi temperat de perspectivele foarte modeste ale pieței forței de muncă și ale pieței imobiliare, precum și de necesitatea de a continua procesul de remediere a bilanțurilor atât în sectorul public, cât și în cel privat. În economiile emergente, creșterea economică a consemnat o decelerare în perioada recentă, dar se menține robustă, având o contribuție importantă la activitatea economică mondială. Cererea externă în zona euro este preconizată să crească cu 4,2% în anul 2012 și cu 5,8% în anul 2013.

PROIEȚII PRIVIND CREȘTEREA PIB REAL

PIB real a înregistrat o scădere de 0,2% în trimestrul II 2012, după stagnarea din trimestrul anterior. Reducerea progresivă și persistentă a ritmului activității economice, care a început în primăvara anului 2011, reflectă, în mare măsură, fragilitatea cererii interne, al cărei efect depășește contribuția pozitivă a cererii externe la creșterea economică. În semestrul II 2012, se preconizează că PIB real se va contracta ușor, având în vedere că activitatea economică este în continuare temperată de impactul negativ al prețurilor ridicate ale materiilor prime, înăsprirea orientării politicii fiscale, încrederea scăzută a consumatorilor și a sectorului corporativ și de condițiile de creditare nefavorabile din unele țări. Privind în perspectivă, se anticipează că dinamica PIB real se va accelera treptat pe parcursul anului 2013. Se anticipează că ameliorarea mediului extern și creșterea competitivității vor susține, inițial, exporturile. De asemenea, este probabil ca revirimentul să fie susținut de influența favorabilă a nivelului foarte scăzut al ratelor dobânzilor pe termen scurt asupra cererii private și de efectele exercitate de decelerarea prognozată a ritmului de creștere a prețurilor produselor energetice și alimentelor asupra veniturilor disponibile reale. Totodată, măsurile de restabilire a funcționării sistemului financiar ar trebui să susțină, de asemenea, cererea internă. Cu toate acestea, restructurarea bilanțieră în curs și condițiile financiare nefavorabile din unele țări ale zonei euro ar putea afecta în continuare redresarea proiectată în cadrul orizontului de prognoză. Pe ansamblu, se anticipează că acest reviriment va fi relativ modest în raport cu standardele istorice, conducând la o deviație a PIB negativă pe întregul orizont de proiecție. În termeni anuali, se prognozează că PIB real va înregistra o creștere cuprinsă între -0,6% și -0,2% în anul 2012 și între -0,4% și 1,4% în anul 2013.

Analiza mai detaliată a proiecției componentelor cererii relevă intensificarea progresivă a dinamicii exporturilor în afara zonei euro începând cu semestrul II 2012, în contextul consolidării treptate a cererii externe în zona euro, precum și al câștigurilor din competitivitatea prin preț a exporturilor. Se anticipează că investițiile corporative vor consemna o scădere până la sfârșitul anului 2012, ca urmare a incertitudinilor sporite și a nivelului scăzut al încrederii în economie, precum și a condițiilor nefavorabile de creditare din unele țări. Investițiile ar trebui să-și reia creșterea în anul 2013, susținute de consolidarea cererii interne și externe, de nivelul foarte scăzut al ratelor dobânzilor, de anticipațiile privind reducerea presiunilor la nivelul costurilor și de ameliorarea marjelor de profit. Proiecțiile privind investițiile în obiective rezidențiale indică o scădere pe termen scurt, urmată de o redresare modestă începând cu sfârșitul anului 2012. Se preconizează că necesitatea unor noi ajustări destinate corecției exceselor manifestate în trecut pe piețele imobiliare din unele țări va afecta în continuare investițiile în obiective rezidențiale. Totuși, aceste efecte nefavorabile ar trebui să fie compensate, chiar dacă numai parțial, de atractivitatea relativ sporită a investițiilor imobiliare din alte țări, în care investițiile în obiective rezidențiale sunt sprijinite semnificativ de nivelurile minime istorice ale ratelor dobânzilor la creditele ipotecare. Se preconizează reducerea investițiilor guvernamentale în cadrul orizontului de proiecție, ca urmare a măsurilor de consolidare fiscală adoptate de mai multe țări din zona euro.

Consumul privat este preconizat să scadă pe întreg parcursul anului 2012, reflectând declinul venitului disponibil real, ca urmare a reducerii gradului de ocupare a forței de muncă și a remunerării reale pe salariat, precum și a măsurilor de consolidare fiscală și a nivelului scăzut al altor venituri decât cele din muncă. Scăderea ratei de economisire, pe fondul încercării de uniformizare a consumului în timp de către populație, ar trebui să compenseze parțial declinul venitului disponibil real. Cu toate acestea, se estimează că reducerea ratei de economisire va fi temperată de creșterea persistentă a ratei șomajului și de nivelul scăzut al încrederii consumatorilor care ar putea conduce la o creștere a economisirii în scop precauționar. Pe parcursul anului 2013 se anticipează o majorare modestă a consumului privat, reflectând redresarea venitului disponibil real, în contextul estompării graduale a efectului nefavorabil exercitat de factorii menționați anterior, dar și al influenței favorabile a atenuării presiunilor generate de prețurile materiilor prime asupra veniturilor reale. Proiecțiile privind consumul administrațiilor publice indică o scădere a acestuia în anii 2012 și 2013, având în vedere eforturile de consolidare fiscală.

Se preconizează că, după restrângerea consemnată în semestrul I 2012, importurile din afara zonei euro își vor relua creșterea în semestrul II 2012, accelerându-se ulterior, deși sunt încă limitate de nivelul scăzut al cererii. Ca urmare a expansiunii mai puternice a exporturilor, se anticipează că exportul net va avea o contribuție pozitivă semnificativă la dinamica PIB pe întregul orizont de proiecție. Contul curent, care a fost echilibrat în anul 2011, este estimat să înregistreze un excedent în creștere pe parcursul orizontului de proiecție, ca urmare a majorării excedentului comercial.

Tabel A Proiecții macroeconomice pentru zona euro

(variații procentuale anuale medii)¹⁾

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

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.

PROIECȚII PRIVIND PREȚURILE ȘI COSTURILE

Se anticipează că rata inflației IAPC, care s-a situat la 2,6% în luna august, se va menține peste nivelul de 2% pe întreg parcursul anului 2012, ca urmare a prețurilor ridicate ale produselor energetice, a deprecierei euro și a majorării impozitelor indirecte în unele țări. Pentru anul 2012 se preconizează o rată medie a inflației între 2,4% și 2,6%. În anul 2013, se așteaptă scăderea ratei inflației până la un nivel cuprins între 1,3% și 2,5%, în mare parte datorită evoluției inflației produselor energetice, care ar trebui să se tempereze semnificativ în cadrul orizontului de proiecție, reflectând scăderea treptată proiectată a prețurilor petrolului. Se preconizează, de asemenea, o scădere a inflației alimentelor în anul 2013. Inflația IAPC, exclusiv alimente și produse energetice, va continua să fie, în linii mari, stabilă în cadrul orizontului de proiecție. Se anticipează că presiunile în sensul creșterii asociate deprecierei recente a euro și majorării impozitelor indirecte și prețurilor administrate în unele țări vor fi, în general, compensate de presiunile în sensul scăderii exercitate de un context grevat de o cerere internă scăzută și de o rată ridicată a șomajului.

Mai concret, se estimează că presiunile inflaționiste externe, aflate în trecut pe un trend ascendent din cauza scumpirii petrolului și a deprecierei euro, se vor atenua pe parcursul orizontului de proiecție. Astfel, ipotezele privind stabilizarea cursului de schimb al euro și scăderea prețurilor petrolului implică decelerarea treptată a ritmului anual de creștere a deflatorului importurilor. Referitor la presiunile inflaționiste interne, se anticipează că ritmul anual de creștere a remunerării pe salariat va încetini în anul 2012 și se va menține la un nivel modest în anul 2013, reflectând deteriorarea condițiilor pe piața forței de muncă și măsurile de consolidare fiscală din unele țări. Întrucât în anul 2012 se preconizează o creștere a salariilor inferioară majorării prețurilor, remunerarea reală pe salariat ar trebui să se reducă în anul curent, urmând să cunoască o stabilizare în anul 2013, variația acesteia menținându-se la un nivel mult inferior dinamicii productivității. Ritmul de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă este proiectat să se accelereze în anul 2012 și să înregistreze o scădere în anul 2013, în principal pe seama evoluției productivității. Se anticipează scăderea marjei de profit în anul 2012, care va amortiza creșterea costurilor unitare cu forța de muncă în contextul unei cereri scăzute. Ulterior, se așteaptă ca decelerarea costurilor unitare cu forța de muncă și ameliorarea condițiilor economice să susțină redresarea marjelor de profit. În cadrul planurilor de consolidare fiscală, majorările prețurilor administrate și ale impozitelor indirecte vor avea o contribuție semnificativă la inflația IAPC în anii 2012 și 2013.

COMPARAȚIE CU PROIECȚIILE DIN LUNA IUNIE 2012

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului publicate în Buletinul lunar – iunie 2012, intervalele de variație pentru creșterea PIB real în zona euro pentru anii 2012 și 2013 au fost revizuite în sens descendent. Majoritatea revizuirilor în sens descendent se referă la ultimele două trimestre ale anului 2012, implicând un efect de report (*carry-over*) negativ în anul 2013. În ceea ce privește inflația IAPC, intervalele de prognoză pentru anii 2012 și 2013 se situează la niveluri ușor mai ridicate comparativ cu cele din proiecțiile pentru luna iunie 2012, reflectând în principal impactul deprecierei euro.

Tabel B Comparație cu proiecțiile din luna iunie 2012

(variații procentuale anuale medii)

	2012	2013
PIB real – iunie 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
PIB real – septembrie 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
IAPC – iunie 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2
IAPC – septembrie 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

COMPARAȚIE CU PROGNOZELE ALTOR INSTITUȚII

O serie de prognoze pentru zona euro au fost elaborate atât de organizații internaționale, cât și de instituții din sectorul privat (Tabelul C). Totuși, acestea nu sunt strict comparabile unele cu celelalte sau cu proiecțiile macroeconomice realizate de experții BCE, întrucât au fost finalizate la momente diferite. În plus, sunt utilizate metode diverse (în parte neprecizate) pentru formularea 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.

Conform prognozelor puse în prezent la dispoziție de alte organizații și instituții, ritmul de creștere a PIB real în zona euro se va situa între -0,5% și -0,1% în anul 2012, niveluri apropiate de intervalul de variație prevăzut în proiecțiile experților BCE. Prognozele disponibile pentru anul 2013 se plasează între 0,3% și 1,0%, niveluri care se încadrează în intervalul de variație precizat în proiecțiile experților BCE. În ceea ce privește inflația, prognozele puse la dispoziție de alte instituții relevă o rată medie anuală a inflației IAPC cuprinsă între 2,0% și 2,4% în anul 2012, niveluri aflate sub intervalul de variație indicat în proiecțiile experților BCE. În anul 2013, se anticipează că inflația IAPC se va situa, în medie, între 1,6% și 1,9%, în intervalul de variație menționat în proiecțiile experților BCE.

Tabel C 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
OCDE	mai 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Comisia Europeană	mai 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
FMI	iulie 2012	-0,3	0,7	2,0	1,6
Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (<i>ECB's Survey of Professional Forecasters</i>)	august 2012	-0,3	0,6	2,3	1,7
Previțiunile <i>Consensus Economics</i>	august 2012	-0,5	0,3	2,3	1,7
Barometrul zonei euro	august 2012	-0,5	0,3	2,3	1,8
Proiecțiile experților BCE	sept. 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

Sursa: Prognoze economice ale Comisiei Europene, primăvara anului 2012; actualizarea *IMF World Economic Outlook*, iulie 2012, pentru dinamica PIB real, și *World Economic Outlook Update*, aprilie 2012, pentru inflație; *OECD Economic Outlook*, mai 2012; previziunile *Consensus Economics*; *MJEconomics* și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*ECB's Survey of Professional Forecasters*).

Notă: Atât proiecțiile macroeconomice ale experților BCE, 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 am Main, Germany
 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.