



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

EDITORIAL

Pe baza analizelor economice și monetare periodice, Consiliul guvernatorilor a hotărât, în ședința din data de 8 septembrie 2011, ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână nemodificate. Inflația consemnează în continuare valori ridicate și este probabil să se mențină peste nivelul de 2% în lunile următoare, anticipându-se o scădere a acesteia în anul 2012. Totodată, ritmul expansiunii masei monetare continuă să fie moderat, iar volumul lichidității monetare se menține semnificativ. Conform așteptărilor, ritmul de creștere economică în zona euro s-a decelerat în trimestrul II 2011, după avansul puternic din trimestrul I 2011. Privind în perspectivă, Consiliul guvernatorilor anticipează o creștere moderată a economiei zonei euro, într-un context grevat de incertitudini deosebit de pronunțate și de intensificarea riscurilor în sensul scăderii. În același timp, ratele dobânzilor pe termen scurt se situează la niveluri reduse. Deși orientarea politicii monetare rămâne acomodativă, unele condiții de finanțare s-au înăsprit. Este în continuare esențial ca politica monetară să se concentreze asupra mandatului privind menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, prevenind astfel manifestarea unor presiuni inflaționiste generalizate ca urmare a evoluției recente a prețurilor. Este necesară o analiză foarte amănunțită a tuturor datelor recente și a evoluțiilor din perioada următoare. Anticipațiile privind inflația în zona euro trebuie să rămână ferm ancorate la niveluri compatibile cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu. Ancorarea anticipațiilor privind inflația constituie o premisă a contribuției politicii monetare la susținerea creșterii economice și a creării de locuri de muncă în zona euro. Consiliul guvernatorilor va continua să monitorizeze cu deosebită atenție toate evoluțiile.

Furnizarea de lichiditate și modalitățile de alocare a acesteia pentru operațiunile de refinanțare vor continua să asigure faptul că băncile din zona euro nu sunt supuse unor constrângeri în ceea ce privește lichiditatea. Toate măsurile neconvenționale adoptate în contextul unor tensiuni acute pe piețele financiare sunt concepute a avea un caracter temporar.

În ceea ce privește analiza economică, în trimestrul II 2011 creșterea trimestrială a PIB real din zona euro s-a atenuat la 0,2%, comparativ cu 0,8% în trimestrul I 2011. Conform așteptărilor, acțiunea factorilor temporari care au

stimulat creșterea economică în prima parte a anului a încetat, la aceasta adăugându-se efectele nefavorabile induse de seismul din Japonia și de impactul întârziat al majorărilor consemnate anterior de prețul petrolului. Privind în perspectivă, o serie de evoluții par să afecteze premisele creșterii economice în zona euro, printre acestea numărându-se încetinirea dinamicii economice mondiale, scăderea aferentă a cotațiilor acțiunilor și a nivelului încrederii sectorului corporativ, precum și efectele nefavorabile generate de persistența tensiunilor pe unele piețe ale datoriilor suverane din zona euro. În consecință, se anticipează că ritmul de creștere a PIB real va consemna o accelerare foarte ușoară în semestrul II 2011. Totodată, Consiliul guvernatorilor preconizează în continuare că activitatea economică din zona euro va beneficia de expansiunea în curs a economiei mondiale, precum și de orientarea acomodativă a politicii monetare și de diferitele măsuri adoptate pentru a sprijini funcționarea sectorului financiar.

Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2011 confirmă această evaluare, anticipând un ritm anual de creștere a PIB real cuprins între 1,4% și 1,8% în anul 2011 și între 0,4% și 2,2% în anul 2012. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2011, intervalele de variație ale dinamicii PIB real pentru anii 2011 și 2012 au fost revizuite în sens descendent.

Conform evaluării Consiliului guvernatorilor, balanța riscurilor la adresa perspectivelor economice pentru zona euro este înclinată în sensul scăderii, într-un context grevat de incertitudini deosebit de pronunțate. Riscurile în sensul scăderii se referă, în principal, la persistența tensiunilor pe anumite segmente ale piețelor financiare în zona euro și la nivel mondial, precum și la eventualele repercusiuni ale acestor presiuni asupra economiei reale a zonei euro. Astfel de riscuri provin și din noi scumpiri ale produselor energetice, din existența unor presiuni protecționiste, precum și din posibilitatea unei corecții dezordonate a dezechilibrelor globale.

În ceea ce privește evoluția prețurilor, potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro a fost de 2,5% în luna august 2011, nivel nemodificat față de luna anterioară. Ratele inflației s-au menținut la niveluri relativ ridicate începând cu finele anului 2010, în principal ca urmare a majorării prețurilor produselor energetice și ale altor materii prime. Privind în perspectivă, este probabil ca ratele inflației să se mențină net superioare nivelului de 2% în lunile următoare. Ulterior, pe baza traiectoriei induse de cotațiile petrolului de pe piețele *futures*, ratele inflației ar trebui să scadă sub 2% în anul 2012. Această

proiecție reflectă anticipațiile privind dinamica relativ stabilă a câștigurilor salariale în contextul unei expansiuni economice moderate.

Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2011 includ aceste considerații și anticipează o rată anuală a inflației IAPC cuprinsă între 2,5% și 2,7% în anul 2011 și între 1,2% și 2,2% în anul 2012. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2011, intervalul de variație pentru inflația IAPC în anul 2011 se menține nemodificat, iar pentru anul 2012 prezintă o ușoară îngustare. Trebuie reamintit că proiecțiile experților depind de o serie de ipoteze pur tehnice.

Consiliul guvernatorilor consideră că riscurile la adresa evoluției anticipate a prețurilor pe termen mediu sunt, în general, echilibrate. Principalele riscuri în sensul creșterii se referă la posibilitatea unor majorări peste așteptări ale prețurilor petrolului și ale altor materii prime, precum și a unor creșteri ale impozitelor indirecte și ale prețurilor administrate, ținând seama de necesitatea consolidării fiscale în anii următori. Principalele riscuri în sensul scăderii decurg din impactul unei dinamici economice sub așteptări în zona euro și la nivel mondial.

În ceea ce privește analiza monetară, ritmul anual de creștere a agregatului monetar M3 s-a situat la 2,0% în luna iulie 2011, față de 1,9% în luna iunie. Dinamica anuală a creditelor acordate sectorului privat a fost de 2,4% în luna iulie, comparativ cu 2,5% în luna iunie. Făcând abstracție de datele lunare și de efectele unor factori speciali, ritmurile de creștere a masei monetare și a creditului au consemnat o stabilizare relativă în ultimele luni. Pe ansamblu, ritmul expansiunii masei monetare continuă să fie moderat. Totodată, volumul lichidității monetare acumulat în intervalul anterior celui caracterizat de tensiuni pe piețele financiare se menține semnificativ.

Din perspectiva componentelor M3, dinamica anuală a M1 a încetinit până la 0,9% în luna iulie 2011, în timp ce ritmul de creștere a altor depozite pe termen scurt s-a menținut la 3,7%. Aceste evoluții continuă să reflecte parțial majorarea treptată consemnată, în ultimele luni, de ratele dobânzilor aferente depozitelor la termen cu scadență scurtă și depozitelor de economisire pe termen scurt. Din perspectiva contrapartidelor, ritmul anual de creștere a creditelor acordate societăților nefinanciare a continuat să se intensifice ușor, de la 1,5% în luna iunie până la 1,6% în luna iulie, în timp ce dinamica anuală a creditelor acordate populației pare să se fi stabilizat în jurul valorii de 3%.

Dimensiunea totală a bilanțurilor IFM a rămas, în linii mari, nemodificată în ultimele luni. În cazul în care este necesară crearea unor condiții adecvate pentru acordarea unui volum mai mare de credite sectorului privat, este esențial ca băncile să nu distribuie profitul, să se orienteze către piață în scopul consolidării în continuare a bazei de capital sau să valorifice la maximum măsurile de asistență financiară adoptate de autoritățile guvernamentale în vederea recapitalizării, în concordanță cu rezultatele exercițiului de *stress test* desfășurat recent.

În concluzie, pe baza analizelor economice și monetare periodice, Consiliul guvernatorilor a hotărât ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână nemodificate. Inflația consemnează în continuare valori ridicate și este probabil să se mențină peste nivelul de 2% în lunile următoare, anticipându-se o scădere a acesteia în anul 2012. Coroborarea rezultatului acestei analize cu informațiile furnizate de analiza monetară confirmă faptul că ritmul expansiunii masei monetare continuă să fie moderat, iar volumul lichidității monetare se menține semnificativ. Conform așteptărilor, ritmul de creștere economică în zona euro s-a decelerat în trimestrul II 2011, după avansul puternic din trimestrul I 2011. Privind în perspectivă, Consiliul guvernatorilor anticipează o creștere moderată a economiei zonei euro, într-un context grevat de incertitudini deosebit de pronunțate și de intensificarea riscurilor în sensul scăderii. În același timp, ratele dobânzilor pe termen scurt se situează la niveluri reduse. Deși orientarea politicii monetare rămâne acomodativă, unele condiții de finanțare s-au înăspriț. Este în continuare esențial ca politica monetară să se concentreze asupra mandatului privind menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, prevenind astfel manifestarea unor presiuni inflaționiste generalizate ca urmare a evoluției recente a prețurilor. Este necesară o analiză foarte amănunțită a tuturor datelor recente și a evoluțiilor din perioada următoare. Anticipațiile privind inflația în zona euro trebuie să rămână ferm ancorate la niveluri compatibile cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu. Ancorarea anticipațiilor privind inflația constituie o premisă a contribuției politicii monetare la susținerea creșterii economice și a creării de locuri de muncă în zona euro. Consiliul guvernatorilor va continua să monitorizeze cu deosebită atenție toate evoluțiile.

Referitor la politicile fiscale, unele autorități guvernamentale au anunțat măsuri suplimentare pentru a asigura îndeplinirea obiectivelor de consolidare fiscală și pentru a întări temeiul juridic al normelor fiscale naționale. Pentru a asigura credibilitatea acestora, este esențial în această fază ca măsurile anunțate să fie aplicate cât mai repede și integral. Autoritățile guvernamentale trebuie să fie

pregătite să implementeze măsuri de consolidare suplimentare, în special pe partea de cheltuieli, în cazul materializării riscurilor privind atingerea țintelor fiscale actuale. Țările care înregistrează evoluții economice și fiscale peste așteptări ar trebui să valorifice pe deplin acest spațiu de manevră pentru reducerea mai rapidă a deficitului și a datoriei. Toate autoritățile guvernamentale din zona euro trebuie să își demonstreze hotărârea fermă de a-și onora pe deplin angajamentele privind rambursarea datoriei suverane, element decisiv pentru asigurarea stabilității financiare în zona euro în ansamblu.

Consolidarea fiscală și reformele structurale trebuie corelate pentru a stimula încrederea, perspectivele creșterii economice și crearea de locuri de muncă. Prin urmare, Consiliul guvernatorilor recomandă tuturor autorităților guvernamentale din zona euro să implementeze, cu fermitate și promptitudine, reforme structurale substanțiale și cuprinzătoare, care vor contribui la consolidarea competitivității economiilor respective și la sporirea flexibilității și a potențialului acestora de creștere pe termen lung. În acest sens, sunt esențiale reforme pe piața muncii, cu accent pe înlăturarea rigidităților și pe implementarea unor măsuri de flexibilizare a salariilor. Sunt necesare, în special, eliminarea clauzelor de indexare automată a salariilor și creșterea importanței contractelor de muncă la nivelul firmelor, astfel încât salariile și condițiile de muncă să fie adaptate la necesitățile specifice ale acestora. Măsurile menționate ar trebui însoțite de reforme structurale care să intensifice concurența pe piața bunurilor și serviciilor, îndeosebi în sectorul serviciilor – inclusiv liberalizarea profesiilor închise – și, după caz, de privatizarea serviciilor furnizate în prezent de sectorul public, facilitând astfel creșterea productivității și stimulând competitivitatea.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

REZUMATELE CAPITOLELOR DIN BULETINUL LUNAR AL BCE, SEPTEMBRIE 2011

EVOLUȚII ECONOMICE ȘI MONETARE

1. MEDIUL EXTERN AL ZONEI EURO

Ritmul de creștere a economiei mondiale s-a temperat în ultimele luni. Evoluția s-a datorat parțial unor factori temporari, preconizându-se că disiparea impactului acestora va contribui într-o oarecare măsură la expansiunea activității economice. Totuși, se anticipează că această contribuție pozitivă va fi contrabalansată de problemele structurale cu care se confruntă îndeosebi economiile dezvoltate. Totodată, sporirea tensiunilor pe piețele financiare exercită un impact negativ asupra încrederii, avuției și, implicit, asupra creșterii economice. În schimb, expansiunea economiilor emergente este anticipată să se mențină robustă, în pofida ritmului mai lent. În ultimele luni, ratele anuale ale inflației s-au stabilizat în economiile dezvoltate, în timp ce economiile emergente înregistrează în continuare presiuni inflaționiste semnificative.

2. EVOLUȚII MONETARE ȘI FINANCIARE

2.1. Moneda și creditele acordate de IFM

Expansiunea monetară s-a stabilizat la niveluri moderate în trimestrul II 2011, în condițiile în care dinamica anuală modestă a M3 și cea a împrumuturilor acordate sectorului privat s-au menținut practic nemodificate atât pe parcursul trimestrului II, cât și în luna iulie 2011. Totodată, în pofida unor ajustări suplimentare în sens descendent în ultimele luni, lichiditatea monetară acumulată anterior perioadei caracterizate de tensiuni pe piețele financiare se menține semnificativă. Evoluțiile sectoriale la nivelul activității de creditare a sectorului privat indică în principal intensificarea în continuare a ritmului anual de creștere a împrumuturilor acordate societăților nefinanciare, care rămâne însă la niveluri reduse, în timp ce expansiunea anuală a împrumuturilor acordate populației pare să se fi stabilizat.

2.2. Plasamente financiare ale sectoarelor nefinanciare și ale investitorilor instituționali

Dinamica anuală a plasamentelor financiare totale ale sectoarelor nefinanciare s-a temperat până la 3,3% în trimestrul I 2011, pe seama expansiunii mai lente a investițiilor financiare realizate atât de gospodăriile populației, cât și de societățile nefinanciare. După patru trimestre consecutive de scădere, influxul anual aferent acțiunilor/unităților organismelor de plasament colectiv s-a majorat în trimestrul II 2011. Trimestrul I 2011 a reprezentat al patrulea trimestru consecutiv de încetinire a ratei anuale de creștere a plasamentelor financiare totale realizate de societățile de asigurări și fondurile de pensii.

2.3. Ratele dobânzilor pe piața monetară

Ratele dobânzilor pe piața monetară s-au redus pe majoritatea segmentelor în perioada 9 iunie – 7 septembrie 2011, reflectând revizuirea anticipațiilor privind ratele dobânzilor pe termen scurt, pe fondul sporirii tensiunilor de pe piețele financiare. Anterior, la data de 7 iulie 2011, Consiliul guvernatorilor a hotărât majorarea cu 25 de puncte de bază a ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE. Decizia a intrat în vigoare odată cu operațiunea principală de refinanțare decontată la 13 iulie 2011. Totodată, a crescut volatilitatea ratelor dobânzilor de pe piața monetară.

2.4. Piața obligațiunilor

În intervalul cuprins între sfârșitul lunii mai și începutul lunii septembrie 2011, randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung cotate AAA lansate în zona euro, precum și cele aferente titlurilor de stat pe termen lung ale Statelor Unite au consemnat o reducere substanțială. Această evoluție a reflectat revizuirea în sens descendent a anticipațiilor privind creșterea economică în principalele economii dezvoltate, precum și sporirea apetitului investitorilor pentru activele cu un grad mai ridicat de siguranță. Percepția pieței a fost puternic influențată și de intensificarea puternică a tensiunilor legate de criza datoriilor suverane în zona euro și de retrogradarea datoriei suverane a Statelor Unite de către o agenție de *rating*. Incertitudinea cu privire la evoluțiile anticipate pe piețele obligațiunilor, determinată prin intermediul volatilității implicite a acestor piețe, s-a amplificat pe

ambele maluri ale Atlanticului. *Spread*-urile aferente randamentelor obligațiunilor suverane emise de țările membre ale zonei euro s-au extins în majoritatea acestor state. Totodată, informațiile referitoare la anticipațiile privind inflația pe termen lung în zona euro la începutul lunii septembrie au indicat în continuare menținerea ancorării ferme a anticipațiilor privind inflația.

2.5. Piața acțiunilor

De la sfârșitul lunii mai până la începutul lunii septembrie, cotațiile acțiunilor s-au depreciat atât în zona euro, cât și în Statele Unite, ca urmare a revizuirii în sens descendent a anticipațiilor privind creșterea economiei mondiale. În plus, tensiunile substanțiale legate de criza datoriilor suverane în zona euro și retrogradarea datoriei suverane a Statelor Unite au contribuit la diminuarea apetitului investitorilor față de risc. În aceeași perioadă, dinamica efectivă și cea anticipată a profitului pe acțiune au suferit un recul. Ca o reflecție a acestor evoluții, incertitudinile de pe piețele acțiunilor s-au amplificat pe ambele maluri ale Atlanticului.

2.6. Finanțarea și situația financiară a societăților nefinanciare

Costul real al finanțării societăților nefinanciare din zona euro s-a majorat în intervalul aprilie-iulie 2011. Totuși, în pofida acestei creșteri de ansamblu, principalele componente au consemnat evoluții de sens opus. În privința fluxurilor de finanțare, ritmul anual de creștere a împrumuturilor contractate de societățile nefinanciare a continuat să se accelereze până la 1,5% în trimestrul II 2011. Dinamica împrumuturilor pare să respecte, în general, tiparul de creștere economică din zona euro. Activitatea de emisiune a titlurilor de credit de către societățile nefinanciare a continuat să se tempereze în trimestrul II 2011.

2.7. Finanțarea și situația financiară a sectorului gospodăriile populației

În trimestrul II 2011, condițiile de finanțare a sectorului gospodăriile populației din zona euro s-au caracterizat printr-o ușoară majorare a ratelor dobânzilor la creditele bancare. De asemenea, standardele de creditare asociate împrumuturilor acordate populației pentru consum și pentru achiziționarea de locuințe s-au înăspriț în trimestrul II, deși într-o mai mică măsură comparativ cu trimestrul anterior în

cazul celei de-a doua categorii. Ritmul anual de creștere a creditelor acordate de IFM sectorului gospodăriile populației s-a stabilizat recent la aproximativ 3%. Raportul dintre datoriile și veniturile populației a continuat să se diminueze în trimestrul II 2011, în timp ce ponderea datoriei în PIB și povara cheltuielilor cu dobânzile s-au menținut constante.

3. PREȚURI ȘI COSTURI

Conform estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a situat la 2,5% în luna august 2011, nivel nemodificat față de luna iulie. Ratele inflației s-au menținut la niveluri relativ ridicate începând cu finele anului 2010, în principal ca urmare a majorării prețurilor produselor energetice și ale altor materii prime. Privind în perspectivă, este probabil ca ratele inflației să se mențină net superioare nivelului de 2% în lunile următoare. Ulterior, pe baza traiectoriei induse de cotațiile petrolului de pe piețele *futures*, ratele inflației ar trebui să scadă sub 2% în anul 2012. Această proiecție reflectă anticipațiile privind dinamica relativ stabilă a câștigurilor salariale în contextul unei expansiuni economice moderate. Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2011 includ aceste considerații și anticipează o rată anuală a inflației IAPC cuprinsă între 2,5% și 2,7% în anul 2011 și între 1,2% și 2,2% în anul 2012. Riscurile la adresa evoluției anticipate a prețurilor pe termen mediu sunt, în general, echilibrate.

4. PRODUCȚIA, CEREREA ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

Dinamica trimestrială a PIB real în zona euro s-a temperat la 0,2% în trimestrul II 2011, de la 0,8% în trimestrul I 2011. Conform așteptărilor, acțiunea factorilor temporari care au stimulat creșterea economică în prima parte a anului a încetat, la aceasta adăugându-se efectele nefavorabile induse de seismul din Japonia și de impactul întârziat al majorărilor consemnate anterior de prețul petrolului. Privind în perspectivă, o serie de evoluții par să afecteze premisele creșterii economice în zona euro, printre acestea numărându-se încetinirea dinamicii economice mondiale, scăderea aferentă a cotațiilor acțiunilor și a nivelului încrederii sectorului corporativ, precum și efectele nefavorabile generate de persistența tensiunilor pe unele piețe ale datoriilor suverane din zona euro. În consecință, se

anticipează că ritmul de creștere a PIB real va consemna o accelerare foarte ușoară în semestrul II 2011. Totodată, se preconizează că activitatea economică din zona euro va beneficia de expansiunea în curs a economiei mondiale, precum și de orientarea acomodativă a politicii monetare și de diferitele măsuri adoptate pentru a sprijini funcționarea sectorului financiar.

Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2011 confirmă această evaluare, anticipând un ritm anual de creștere a PIB real cuprins între 1,4% și 1,8% în anul 2011 și între 0,4% și 2,2% în anul 2012. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2011, intervalele de variație ale dinamicii PIB real pentru anii 2011 și 2012 au fost revizuite în sens descendent. Balanța riscurilor la adresa perspectivelor economice pentru zona euro este înclinată în sensul scăderii, într-un context grevat de incertitudini deosebit de pronunțate.

5. EVOLUȚII FISCALE

Cele mai recente date statistice cu privire la finanțele publice în zona euro indică reducerea în continuare a deficitului public al zonei euro și o creștere mai atenuată a ponderii datoriei publice în PIB. Totodată, pe fondul acutizării incertitudinilor pe piețele financiare și al extinderii în continuare a temerilor asociate sustenabilității datoriilor, unele state din zona euro au anunțat planuri suplimentare de consolidare fiscală în vederea ajustării deficitelor excesive și readucerii ponderii datoriei publice în PIB pe o traiectorie sustenabilă. Pentru a oferi un răspuns ferm temerilor privind soliditatea fiscală, autoritățile guvernamentale ar trebui să urmărească o consolidare cât mai rapidă, care să facă parte din strategii cuprinzătoare destinate îmbunătățirii pozițiilor fiscale și perspectivelor de creștere pe termen lung ale statelor membre, precum și întăririi cadrului bugetar în aceste țări.

PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR BCE

Pe baza informațiilor disponibile până la data de 25 august 2011, experții BCE au elaborat proiecțiile privind evoluțiile macroeconomice în zona euro¹. În ceea ce privește PIB real, se anticipează un ritm mediu anual de creștere cuprins între 1,4% și 1,8% în anul 2011 și între 0,4% și 2,2% în anul 2012. Se preconizează că rata inflației se va situa între 2,5% și 2,7% în anul 2011 și între 1,2% și 2,2% în anul 2012.

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 18 august 2011.

Ipoteza privind ratele dobânzilor pe termen scurt are un caracter pur tehnic. Aceste rate sunt măsurate prin EURIBOR la trei luni, anticipațiile pieței având la bază ratele dobânzilor *futures*. Conform acestei metodologii, ratele dobânzilor pe termen scurt se vor situa, în medie, la 1,3% în anul 2011 și la 1,0% în anul 2012. 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% atât în anul 2011, cât și în anul 2012. Se presupune că transmiterea influenței ratelor dobânzilor de pe piața monetară asupra ratelor dobânzilor active bancare se va realiza conform *pattern*-ului istoric în majoritatea țărilor din zona euro. Totuși, în unele țări, în special în cele în care există tensiuni pe piețele obligațiunilor suverane, se estimează că această influență va fi însoțită de efecte nefavorabile asupra primelor de risc asociate creditelor bancare. Se preconizează continuarea procesului de normalizare treptată a condițiilor de creditare, deși se așteaptă ca acestea să exercite în continuare o oarecare presiune asupra activității economice în cadrul orizontului de proiecție.

În privința prețurilor 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 110,1 USD/baril în anul 2011 și de 106,5 USD/baril în

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 frecvență semestrială. Metodele utilizate sunt compatibile cu cele ale proiecțiilor experților Eurosistemului și sunt 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 ECB staff projection ranges*, BCE, decembrie 2009, disponibilă, de asemenea, pe website-ul BCE.

anul 2012. Se estimează că prețurile în USD² ale materiilor prime non-energetice se vor majora cu 19,6% în anul 2011 și se vor reduce cu 0,8% în anul 2012.

În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se anticipează că acestea vor rămâne nemodificate pe parcursul orizontului de proiecție la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni încheiată la data de referință de 18 august 2011. Această ipoteză implică un curs de schimb de 1,42 EUR/USD în anul 2011 și de 1,43 EUR/USD în anul 2012, precum și un curs de schimb efectiv al euro care, în medie, se apreciază cu 0,2% în anul 2011 și se depreciază cu 0,2% în anul 2012.

Ipotezele privind politica fiscală se bazează pe programele bugetare naționale ale fiecărei țări din zona euro, disponibile la data de 19 august 2011. 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.

Ipoteze privind contextul internațional

Ritmul de creștere a economiei mondiale s-a temperat în ultimele luni. Această încetinire reflectă parțial acțiunea unor factori temporari, precum impactul dezastrului natural și al celui nuclear din Japonia asupra economiei nipone și asupra lanțurilor internaționale de aprovizionare, dar și efectele nefavorabile ale prețurilor ridicate ale materiilor prime asupra veniturilor în principalele economii dezvoltate. Privind în perspectivă, se așteaptă ca estomparea treptată a perturbărilor înregistrate în circuitul de aprovizionare să contribuie într-o anumită măsură la creșterea economică în semestrul II 2011. Totuși, se estimează că nivelul peste așteptări al ratelor șomajului, scăderea încrederii consumatorilor și a sectorului corporativ din economiile dezvoltate, precum și persistența condițiilor nefavorabile de pe piața imobiliară din Statele Unite vor afecta creșterea economică. Totodată, se anticipează că, deși nu va devia cursul redresării economice globale, modificarea recentă a percepției piețelor financiare globale va avea în continuare consecințe negative, atât prin efectul de avuție, cât și prin canalul încrederii, în semestrul II 2011. Pe termen mediu, se așteaptă ca repercusiunile crizei financiare să exercite în continuare un impact nefavorabil asupra ritmului de redresare a economiilor dezvoltate, reflectând necesitatea ajustării bilanțiere în diferite sectoare. Aceasta afectează perspectivele unei ameliorări rapide a condițiilor pe piețele forței de muncă din unele economii dezvoltate. În schimb, se preconizează că expansiunea înregistrată de economiile emergente se va menține relativ robustă, iar presiunile generate de supraîncălzirea acestor economii vor persista. Conform estimărilor, PIB real mondial din afara zonei euro va crește, în medie, cu 4,1% în anul 2011 și cu 4,4% în anul 2012. Se estimează că dinamica cererii externe în

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 2012, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială.

zona euro va atinge 7,0% în anul 2011 și 6,8% în anul 2012. Aceste ritmuri de creștere sunt inferioare celor din proiecțiile elaborate în cadrul Eurosistemului în luna iunie 2011, reflectând în special o revizuire în sens descendent a perspectivelor privind economia SUA.

Proiecții privind creșterea PIB real

După creșterea robustă consemnată de zona euro în trimestrul I 2011, ca urmare a redresării sectorului construcțiilor, activitatea economică a înregistrat o decelerare semnificativă în ultimele luni. Activitatea economică din zona euro, ca și cea la nivel mondial, a resimțit efectele nefavorabile ale dezastrului natural și ale celui nuclear din Japonia, precum și impactul exercitat cu întârziere de majorările anterioare ale prețului petrolului. Premisele creșterii economice în zona euro au fost, de asemenea, afectate de o serie de factori interni precum scăderea prețurilor activelor, înăsprirea conduitei fiscale, aplicarea unor condiții de creditare mai restrictive și sporirea incertitudinii, evoluție reflectată și de creșterea primelor de risc ca urmare a crizei datoriei suverane și de deteriorarea încrederii consumatorilor și a sectorului corporativ. În condițiile în care se anticipează continuarea impactului nefavorabil al unora dintre acești factori pe termen scurt, se estimează că PIB real va consemna doar o creștere modestă în semestrul II 2011. Ulterior, se preconizează că activitatea economică se va intensifica treptat, pe măsură ce exporturile zonei euro vor fi stimulate de creșterea cererii externe, iar cererea internă se va consolida progresiv, fiind susținută de orientarea acomodativă a politicii monetare, de măsurile de restabilire a funcționării sistemului financiar și, în cele din urmă, de impactul cererii globale robuste asupra venitului intern. În termeni anuali, PIB real este prognozat să avanseze cu valori cuprinse între 1,4% și 1,8% în anul 2011 și între 0,4% și 2,2% în anul 2012.

În urma unei analize mai detaliate a componentelor cererii, se așteaptă ca dinamica exporturilor destinate piețelor din afara zonei euro să se mențină relativ accelerată până în anul 2012, deși la un nivel inferior ritmului de creștere a cererii externe în zona euro în anul 2012, urmând trendul descendent al cotelor de piață ale exporturilor zonei euro. După revigorarea puternică din trimestrul I 2011, se preconizează că investițiile vor consemna numai o creștere moderată până la finele anului, urmând să înregistreze o accelerare în anul 2012. Se estimează creșterea constantă a investițiilor de afaceri pe parcursul orizontului de proiecție, acestea fiind susținute de sporirea profitabilității, expansiunea susținută a exporturilor și de apariția unor blocaje la nivelul capacităților de producție. Cu toate acestea, se anticipează că avansul investițiilor în obiective rezidențiale se va menține la un nivel relativ scăzut pe întreaga perioadă a proiecției, datorită ajustărilor în curs de pe piețele imobiliare din unele țări, care sunt reflectate și de majorările modeste anticipate ale prețurilor locuințelor. Totodată, se preconizează un declin al investițiilor publice până la finele anului 2012, după cum indică în prezent măsurile de consolidare fiscală anunțate de mai multe țări din zona euro.

Se estimează că expansiunea consumului privat va fi relativ scăzută în anul 2011, dar se va accelera ușor în anul 2012, reflectând, în principal, evoluția dinamicii venitului real disponibil. Deși impactul nefavorabil al majorărilor consemnate anterior de prețurile materiilor prime ar trebui să atenueze creșterea venitului real disponibil până la finele anului 2011, se așteaptă ca presiunile inflaționiste să scadă ulterior, susținând dinamica venitului real disponibil în anul 2012. Proiecțiile indică doar o creștere modestă a consumului administrațiilor publice în termeni reali până în anul 2012, ca urmare a măsurilor de consolidare fiscală anunțate de mai multe țări din zona euro. În anul 2011, se așteaptă o intensificare relativă a ritmului de creștere a importurilor din afara zonei euro, urmată de o stabilizare în anul 2012, acesta situându-se la un nivel superior celui aferent cererii agregate pe întregul orizont de proiecție. Ca urmare a expansiunii relativ mai puternice a exporturilor, se preconizează că cererea externă netă va avea o contribuție pozitivă, deși în scădere, la creșterea PIB pe întreaga perioadă a proiecției.

Tabel A Proiecții macroeconomice pentru zona euro

(variații procentuale anuale medii)^{1),2)}

	2010	2011	2012
IAPC	1,6	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2
PIB real	1,7	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
Consumul privat	0,8	0,3 – 0,7	0,0 – 1,6
Consumul administrațiilor publice	0,5	-0,2 – 0,8	-0,7 – 0,5
Formarea brută de capital fix	-0,8	2,2 – 3,6	0,8 – 5,4
Exportul de bunuri și servicii	11,0	5,6 – 8,4	2,3 – 9,7
Importul de bunuri și servicii	9,3	4,7 – 7,3	2,0 – 9,2

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

2) Datele, cu excepția celor referitoare la IAPC în anul 2010, se referă la zona euro, inclusiv Estonia. Variațiile procentuale anuale medii pentru IAPC în anul 2011 se bazează pe o configurație din anul 2010 a zonei euro care include deja Estonia.

Proiecții privind prețurile și costurile

Rata anuală a inflației IAPC în zona euro a fost de 2,5% în luna august 2011. Se prognozează că inflația IAPC totală se va menține peste nivelul de 2% în următoarele luni, în principal ca urmare a impactului exercitat de majorările puternice consemnate anterior de prețurile petrolului și ale altor materii prime asupra prețurilor produselor energetice și ale alimentelor. Ulterior, pe baza actualelor cotații *futures* ale materiilor prime, se așteaptă o temperare a creșterii prețurilor de import. În schimb, se anticipează că presiunile inflaționiste interne se vor amplifica ușor, ca urmare a majorării costurilor cu forța de muncă, precum și a transmiterii scumpirilor anterioare ale materiilor prime, conducând la o creștere treptată a ratei inflației IAPC, exclusiv alimente și produse energetice, în cadrul orizontului de proiecție. În ansamblu, se preconizează că rata anuală medie a inflației totale se va situa între 2,5% și 2,7% în anul 2011 și între 1,2% și 2,2% în

anul 2012. Conform proiecțiilor, dinamica remunerării pe salariat va rămâne relativ moderată în cadrul orizontului de proiecție, pe fondul anticipării unei ameliorări minore a condițiilor pe piața forței de muncă. Ca urmare a reacției parțiale și întârziate a salariilor nominale la inflația măsurată prin prețurile de consum, se estimează o reducere a remunerării pe salariat în termeni reali în anul 2011 și apoi o creștere lentă a acesteia. În condițiile proiectării unei temperări a dinamicii productivității, se anticipează o creștere ușoară a costurilor unitare cu forța de muncă în anul 2011 și o majorare mai rapidă a acestora în anul 2012. În consecință, se preconizează o încetinire a creșterii marjelor de profit în anii 2011 și 2012, inclusiv ca urmare a anticipării unui avans moderat al cererii agregate.

Comparație cu proiecțiile din luna iunie 2011

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului publicate în Buletinul lunar – iunie 2011, intervalele de variație pentru creșterea PIB real în zona euro pentru anii 2011 și 2012 au fost revizuite în sens descendent. Revizuirile perspectivelor pentru anii 2011 și 2012 reflectă atât o diminuare a cererii externe, cât și o slăbire a cererii interne, aceasta din urmă fiind afectată, printre altele, de sporirea incertitudinii, scăderea încrederii, reducerea prețurilor acțiunilor și înăsprirea condițiilor de creditare; pe ansamblu, se așteaptă ca acțiunea acestor factori să fie mai puternică decât efectele pozitive generate de revizuirea semnificativă în sens descendent a ipotezei tehnice privind ratele medii ale dobânzilor active din zona euro. Revizuirea în sens descendent pentru anul 2012 reflectă totodată impactul restrictivității fiscale suplimentare în unele țări din zona euro. În ceea ce privește inflația IAPC, intervalul prognozat pentru anul 2011 a rămas nemodificat, în timp ce intervalul pentru anul 2012 este ușor mai îngust decât cel din proiecțiile pentru luna iunie 2011.

Tabel B Comparație cu proiecțiile din luna iunie 2011

(variații procentuale anuale medii)

	2011	2012
PIB real – iunie 2011	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8
PIB real – septembrie 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
IAPC – iunie 2011	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3
IAPC – septembrie 2011	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2

Comparație cu prognozele altor instituții

O serie de prognoze pentru zona euro au fost publicate 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, fiind finalizate la momente diferite în timp. În plus, sunt utilizate metode diferite (în parte

neprecizate) pentru stabilirea ipotezelor privind variabilele fiscale, financiare și externe, inclusiv prețurile petrolului și ale altor materii prime. De asemenea, există diferențe între prognoze în ceea ce privește metodele de ajustare cu numărul zilelor lucrătoare.

Potrivit prognozelor puse la dispoziție în prezent de alte organizații și instituții, ritmul de creștere a PIB real din zona euro se va situa între 1,6% și 2,0% în anul 2011, ușor superior intervalului prezentat în proiecțiile experților BCE, și între 1,5% și 2,0% în anul 2012, respectiv la un nivel apropiat de limita superioară a intervalului proiectat de experții BCE. Prognozele disponibile privind inflația indică o rată anuală medie a inflației IAPC de 2,6% în anul 2011, încadrându-se în intervalul din proiecțiile experților BCE. Prognozele privind inflația IAPC pentru anul 2012 indică rate ale inflației între 1,6% și 2,0%, plasându-se, de asemenea, în intervalul proiectat de experții 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	
		2011	2012	2011	2012
OCDE	mai 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Comisia Europeană	mai 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
FMI	iunie 2011	2,0	1,7	2,6	1,8
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	august 2011	1,9	1,6	2,6	2,0
Previziunile <i>Consensus Economics</i>	august 2011	1,9	1,5	2,6	1,9
Proiecțiile experților BCE	septembrie 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2

Sursa: Prognoze economice ale Comisiei Europene, primăvara anului 2011; *IMF World Economic Outlook Update*, iunie 2011; *OECD Economic Outlook*, mai 2011; previziunile *Consensus Economics* 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, 2011

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt pe Main, Germania
 Adresă 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.