



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

EDITORIAL

Pe baza analizelor economice și monetare periodice, Consiliul guvernatorilor a hotărât, în ședința din data de 8 decembrie 2011, să reducă ratele dobânzilor reprezentative ale BCE cu 25 puncte de bază, după reducerea acestora cu 25 puncte de bază din 3 noiembrie 2011. Este probabil ca inflația să se mențină peste nivelul de 2% în lunile următoare, iar ulterior să scadă sub 2%. Intensificarea tensiunilor pe piețele financiare continuă să afecteze activitatea economică din zona euro, iar perspectivele economice sunt în continuare grevate de incertitudini pronunțate și de riscuri considerabile în sensul scăderii. În acest context, presiunile asupra costurilor, salariilor și prețurilor în zona euro ar trebui să rămână modeste în cadrul orizontului relevant pentru politica monetară. Totodată, ritmul expansiunii masei monetare continuă să fie moderat. Pe ansamblu, este esențial ca politica monetară să mențină stabilitatea prețurilor pe termen mediu, asigurând astfel ancorarea fermă a anticipațiilor privind inflația în zona euro, în conformitate cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu. Această ancorare constituie o premisă a contribuției politicii monetare la sprijinirea creșterii economice și a creării de locuri de muncă în zona euro.

În cadrul eforturilor sale susținute de a sprijini situația lichidității băncilor din zona euro și ca urmare a acțiunii coordonate a băncilor centrale din data de 30 noiembrie 2011, destinată furnizării de lichiditate sistemului financiar mondial, Consiliul guvernatorilor a decis, de asemenea, să adopte noi măsuri neconvenționale, care ar trebui să asigure accesul sporit al sectorului bancar la lichiditate și să faciliteze funcționarea pieței monetare din zona euro. Se anticipează că măsurile vor susține acordarea de credite populației și societăților nefinanciare. În acest context, Consiliul guvernatorilor a adoptat o serie de hotărâri¹.

În primul rând, BCE va efectua două operațiuni de refinanțare pe termen lung (ORTL) cu scadența la 36 de luni și cu opțiunea rambursării anticipate după un an. Acestea se vor derula sub forma unor proceduri de licitație la rată fixă cu alocare integrală. Rata dobânzii la aceste operațiuni va fi stabilită la nivelul ratei medii a dobânzii aferente operațiunilor

¹ Pentru mai multe detalii, a se vedea comunicatul de presă *ECB announces measures to support bank lending and money market activity* din data de 8 decembrie 2011.

principale de refinanțare pe durata desfășurării operațiunii respective. Dobânda se va bonifica la scadența operațiunii.

În al doilea rând, BCE va spori disponibilitatea garanțiilor prin reducerea pragului de rating pentru anumite titluri garantate cu active. Pe lângă titlurile garantate cu active deja eligibile pentru operațiunile Eurosistemului, vor fi utilizate drept garanții eligibile în cadrul operațiunilor de creditare ale Eurosistemului și titlurile garantate cu active cu rating inferior, care au la emitere și în orice moment ulterior cel puțin calificativul „A” în grila armonizată de evaluare a Eurosistemului și ale căror active-suport includ credite ipotecare pentru locuințe și împrumuturi acordate întreprinderilor mici și mijlocii. De asemenea, băncilor centrale naționale li se va permite, ca soluție temporară, să accepte drept garanții creanțe performante suplimentare de natura creditelor (mai precis, credite bancare) care îndeplinesc criteriile de eligibilitate specifice. Responsabilitatea acceptării unor astfel de creanțe va reveni băncilor centrale naționale care autorizează utilizarea acestora.

În al treilea rând, BCE va reduce la 1% rata rezervelor minime obligatorii, care se situează în prezent la 2%. Această măsură va elibera garanții și va sprijini activitatea pe piața monetară. Ca urmare a politicii de alocare integrală aplicate în cadrul operațiunilor principale de refinanțare ale BCE și a modului în care băncile utilizează această opțiune, sistemul rezervelor minime obligatorii nu mai este la fel de necesar ca în condiții normale pentru a influența condițiile de pe piața monetară.

În al patrulea rând, BCE va sista, pentru moment, operațiunile de reglaj fin efectuate în ultima zi a fiecărei perioade de aplicare. Aceasta este o măsură cu caracter tehnic, menită să sprijine activitatea pe piața monetară.

După cum s-a menționat în mai multe rânduri, toate măsurile neconvenționale de politică monetară sunt concepute a avea un caracter temporar.

În ceea ce privește analiza economică, PIB real în zona euro a consemnat o creștere de 0,2% în trimestrul III 2011 față de trimestrul II 2011, evoluție similară celei din trimestrul anterior. Datele din sondaje indică încetinirea activității economice în trimestrul IV 2011. O serie de factori par să afecteze premisele creșterii economice în zona euro, printre aceștia numărându-se temperarea dinamicii cererii la nivel mondial și efectele nefavorabile asupra condițiilor generale de finanțare și a nivelului încrederii generate de persistența tensiunilor pe piețele datoriilor suverane din zona euro, precum și procesul de ajustare bilanțieră din sectorul financiar și cel nefinanciar. Totodată, Consiliul guvernatorilor preconizează că activitatea economică din zona euro se va redresa, deși într-un ritm foarte

lent, pe parcursul anului următor, fiind susținută de reziliența cererii la nivel mondial, de nivelurile foarte scăzute ale ratelor dobânzilor pe termen scurt și de ansamblul măsurilor adoptate pentru a sprijini funcționarea sectorului financiar.

Această evaluare este, de asemenea, reflectată de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2011, care anticipează un ritm anual de creștere a PIB real cuprins între 1,5% și 1,7% în anul 2011, între -0,4% și 1,0% în anul 2012 și între 0,3% și 2,3% în anul 2013. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2011, intervalul de variație al proiecțiilor pentru creșterea PIB real în anul 2011 s-a îngustat, iar cel pentru anul 2012 a fost revizuit semnificativ în sens descendent. Aceste revizuri reflectă, în principal, impactul generat de reducerea nivelului încrederii și de înrăutățirea condițiilor de finanțare asupra cererii interne, ca urmare a intensificării incertitudinilor privind criza datoriilor suverane, precum și revizuirile în sens descendent ale cererii externe.

Conform evaluării Consiliului guvernatorilor, există riscuri considerabile în sensul scăderii la adresa perspectivelor economice pentru zona euro, într-un context grevat de incertitudini pronunțate. Aceste riscuri se referă, în special, la intensificarea în continuare a tensiunilor pe piețele financiare din zona euro și la posibilele repercusiuni ale acestora asupra economiei reale a zonei euro, dar și la economia mondială, care ar putea avea o evoluție sub așteptări, precum și la existența unor presiuni protecționiste și posibilitatea unei corecții dezordonate a dezechilibrelor pe plan internațional.

În ceea ce privește evoluția prețurilor, potrivit estimării preliminare a Eurostat, în luna noiembrie 2011 rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a menținut la nivelul de 3,0% înregistrat în lunile septembrie și octombrie. Ratele inflației au consemnat niveluri ridicate începând cu finele anului precedent, în principal ca urmare a scumpirii produselor energetice și a altor materii prime. Privind în perspectivă, este probabil ca acestea să se mențină peste nivelul de 2% în lunile următoare, iar ulterior să scadă sub 2%. Această evoluție reflectă anticipațiile potrivit cărora, în contextul unui ritm mai lent de creștere economică în zona euro și la nivel mondial, presiunile asupra costurilor, salariilor și prețurilor în zona euro ar trebui, de asemenea, să rămână moderate.

Această evaluare se regăsește și în proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2011, potrivit cărora rata anuală a inflației IAPC se va situa între 2,6% și 2,8% în anul 2011, între 1,5% și 2,5% în anul 2012 și între 0,8% și 2,2% în anul 2013. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2011, intervalele de variație ale proiecțiilor pentru anii 2011

și 2012 au fost revizuite ușor în sens ascendent. Aceasta decurge din impactul în sensul creșterii produs de majorările prețurilor petrolului exprimate în euro, precum și din contribuția sporită a impozitelor indirecte. Se anticipează că efectele în sensul creșterii ale acestor factori vor compensa pe deplin ajustările în sens descendent ale marjelor de profit și ale majorărilor salariale asociate revizuirii în sensul scăderii a activității economice.

Consiliul guvernatorilor consideră în continuare că balanța riscurilor la adresa perspectivelor pe termen mediu privind evoluția prețurilor este, în general, echilibrată. Principalele riscuri în sensul creșterii se referă la noi majorări ale impozitelor indirecte și ale prețurilor administrate, datorită necesității consolidării fiscale în următorii ani. Principalele riscuri în sensul scăderii sunt generate de efectele unei creșteri 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 redus până la 2,6% în luna octombrie 2011, de la 3,0% în luna septembrie. Dinamica anuală a împrumuturilor acordate sectorului privat, ajustată cu volumul vânzărilor de credite și cu operațiunile de securitizare, a atins 3,0% în luna octombrie, comparativ cu 2,7% în luna septembrie. Similar evoluției din lunile august și septembrie, datele monetare pentru luna octombrie reflectă incertitudinile sporite de pe piețele financiare.

Din perspectiva contrapartidelor, ritmul anual de creștere a împrumuturilor acordate societăților nefinanciare și cel asociat creditelor acordate populației, ambele ajustate cu volumul vânzărilor de credite și cu operațiunile de securitizare, s-au menținut, în general, neschimbate în luna octombrie, la 2,3% și, respectiv, 2,5%. Ratele neajustate au fost mai scăzute, ca urmare a activităților substanțiale de securitizare din octombrie. În ansamblu, datele privind creditarea nu sugerează că intensificarea tensiunilor pe piețele financiare a afectat semnificativ oferta de credite până în luna octombrie. Totuși, întrucât efectele asupra ofertei de credite se pot manifesta cu un anumit decalaj, este necesară monitorizarea atentă a evoluției creditelor în perioada următoare.

La o abordare corespunzătoare a perspectivei pe termen mediu și făcând abstracție de volatilitatea pe termen scurt, ritmul expansiunii masei monetare continuă să fie, în general, moderat.

Soliditatea bilanțurilor băncilor va constitui un factor esențial pentru reducerea eventualelor efecte de interacțiune negativă asociate tensiunilor de pe piețele financiare, facilitând astfel, în timp, creditarea economiei în mod corespunzător. Acordul Consiliului European din 26 octombrie 2011 privind majorarea capitalului propriu de rang I al băncilor la 9%

până la sfârșitul lunii iunie 2012 ar trebui să consolideze rezistența sistemului financiar din zona euro pe termen mediu. În acest sens, este esențial ca autoritățile naționale de supraveghere să asigure că implementarea planurilor de recapitalizare a băncilor nu conduce la evoluții defavorabile finanțării activității economice în zona euro.

În concluzie, este probabil ca inflația să se mențină peste nivelul de 2% în lunile următoare, iar ulterior să scadă sub 2%. Intensificarea tensiunilor pe piețele financiare continuă să afecteze activitatea economică din zona euro, iar perspectivele economice sunt în continuare grevate de incertitudini pronunțate și de riscuri considerabile în sensul scăderii. În acest context, presiunile asupra prețurilor, costurilor și salariilor în zona euro ar trebui să rămână modeste în cadrul orizontului relevant pentru politica monetară. Coroborarea rezultatului acestei analize cu semnalele evidențiate de analiza monetară confirmă această evoluție, în condițiile în care ritmul expansiunii masei monetare continuă să fie moderat.

Referitor la politicile fiscale, toate autoritățile guvernamentale din zona euro trebuie să depună, de urgență, eforturile necesare pentru a sprijini sustenabilitatea fiscală în zona euro în ansamblu. Un nou pact fiscal, care să cuprindă reformularea fundamentală a normelor fiscale și angajamentele fiscale asumate de autoritățile guvernamentale din zona euro, reprezintă cea mai importantă premisă pentru restabilirea funcționării normale a piețelor financiare. Factorii de decizie trebuie să corecteze deficitele excesive și să înregistreze progrese în direcția realizării unor bugete echilibrate în anii următori, prin stabilirea și aplicarea măsurilor de ajustare necesare. Aceste acțiuni vor susține încrederea publicului în soliditatea măsurilor adoptate și, implicit, vor consolida percepția economică în ansamblu.

În completarea consolidării fiscale, Consiliul guvernatorilor a solicitat, în mod repetat, reforme structurale curajoase și ambițioase. Corelate, consolidarea fiscală și reformele structurale ar întări nivelul încrederii, perspectivele privind creșterea economică și crearea de locuri de muncă. Ar trebui implementate neîntârziat reforme esențiale, care să contribuie la o mai bună competitivitate și flexibilitate a economiilor din zona euro, sporind totodată potențialul acestora de creștere pe termen lung. Acordurile adoptate în urma reuniunii Consiliului European din 8-9 decembrie 2011 reprezintă un pas important în această direcție. Reformele pieței forței de muncă ar trebui să se concentreze pe eliminarea rigidităților și flexibilizarea salariilor, iar cele ale pieței bunurilor și serviciilor, pe deschiderea totală a piețelor în vederea creșterii concurenței.

Caseta I Noi măsuri neconvenționale de politică monetară adoptate de Consiliul guvernatorilor la data de 8 decembrie 2011

La data de 8 decembrie 2011, Consiliul guvernatorilor BCE a hotărât să adopte mai multe măsuri de prevenire a efectelor nefavorabile asupra mecanismului de transmisie a politicii monetare generate de tensiunile persistente pe anumite segmente ale piețelor financiare din zona euro. Aceste tensiuni ar putea afecta mecanismul de transmisie a politicii monetare al Eurosistemului și, implicit, capacitatea acestuia de a menține stabilitatea prețurilor în zona euro. Nu se intenționează ca prin aceste măsuri să se modifice orientarea politicii monetare.

Astfel, Consiliul guvernatorilor a hotărât să extindă oferta de operațiuni de refinanțare prin efectuarea a două astfel de operațiuni cu scadența la 36 de luni, în scopul susținerii ofertei de credite adresate economiei zonei euro. Această măsură vizează contracararea riscului ca tensiunile persistente pe piețele financiare să afecteze capacitatea băncilor din zona euro de a obține refinanțare pe termene mai lungi. Prin intermediul acestor operațiuni, Eurosistemul va asigura în continuare accesul băncilor la finanțare stabilă cu scadențe mai îndelungate. Activitatea de creditare va fi astfel sprijinită în mod esențial prin limitarea impactului generat de condițiile dificile de pe piețele de finanțare asupra băncilor din zona euro. În plus, după un an, băncile vor putea opta pentru rambursarea sumelor primite în cadrul acestor operațiuni, ceea ce le oferă un grad ridicat de flexibilitate, facilitând gestionarea pasivelor acestora.

Consiliul guvernatorilor a anunțat, de asemenea, extinderea temporară a listei de garanții în ceea ce privește titlurile, precum și intenția de a spori utilizarea creanțelor de natura creditelor (mai precis, credite bancare) eligibile drept garanții în cadrul operațiunilor Eurosistemului. Aceste măsuri sunt, de asemenea, destinate să sprijine creditarea bancară prin majorarea volumului de active din bilanțurile băncilor din zona euro care pot fi utilizate pentru a obține refinanțare de la banca centrală. Extinderea listei de garanții contribuie la lărgirea sferei de aplicabilitate a procedurii de licitație la rată fixă cu alocare integrală (inclusiv în cazul operațiunilor suplimentare de refinanțare pe termen lung), limitând impactul tensiunilor de pe piețele financiare asupra accesului la refinanțarea acordată de banca centrală. Ca urmare a deciziei de extindere, lista de garanții cuprinde și titlurile garantate cu împrumuturi acordate economiei reale, precum și împrumuturile nesecurizitate (titluri garantate cu active și, respectiv, creanțe de natura creditelor). Aceasta va permite băncilor din zona euro să acceseze mai ușor refinanțarea acordată de Eurosistem utilizând active direct asociate activității de creditare.

În cazul creanțelor de natura creditelor, Consiliul guvernatorilor a decis să accepte temporar drept garanții creanțe considerate eligibile la nivel național. Deși marea majoritate a băncilor din zona euro nu se confruntă în prezent cu deficite de garanții, această măsură permite extinderea rapidă a volumului de garanții, din motive de precauție, pentru a contracara riscul unui deficit generalizat de garanții, ca urmare a tensiunilor persistente pe piețele financiare. Băncile centrale naționale vor aplica anumite criterii de eligibilitate în procesul de evaluare a creanțelor de natura creditelor. Consiliul guvernatorilor ar considera oportună utilizarea pe scară mai largă a creanțelor de natura creditelor drept garanții în cadrul operațiunilor Eurosistemului, pe baza unor criterii armonizate. În acest scop, Eurosistemul intenționează să își consolideze capacitatea internă de evaluare a creditelor și încurajează potențialii evaluatori externi ai creditelor, precum și băncile comerciale care utilizează sisteme interne de rating, să solicite avizarea în conformitate cu cadrul de evaluare a creditelor al Eurosistemului.

Consiliul guvernatorilor a hotărât, de asemenea, adoptarea unor măsuri care să stimuleze activitatea pe piața monetară. Funcționarea corespunzătoare a piețelor monetare din zona euro este esențială pentru a asigura transmiterea impulsurilor de politică monetară, prin intermediul sistemului bancar, la nivelul economiei zonei euro. În consecință, Consiliul guvernatorilor a hotărât sistarea operațiunilor de reglaj fin derulate la sfârșitul perioadelor de aplicare. Aceste operațiuni – care, în condiții echilibrate de lichiditate, contribuie la limitarea volatilității ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe piața monetară, în special în ultima zi a perioadei de aplicare – nu mai sunt necesare în contextul actual, având în vedere excedentul de lichiditate la nivel agregat. Consiliul guvernatorilor a decis, totodată, reducerea temporară a ratei rezervelor minime obligatorii de la 2% la 1% cu scopul de a stimula angajarea participanților pe piață în operațiuni de piață monetară, întrucât aceste rezerve majorează costul deținerii de către bănci de amortizoare de lichiditate, care reprezintă o alternativă la operațiunile de piață monetară destinate atenuării șocurilor de lichiditate pe durata perioadei de aplicare. În acest context, trebuie menționat că rezervele minime obligatorii nu sunt necesare, din punct de vedere tehnic, în condițiile unui excedent de lichiditate. Această măsură sporește, de asemenea, garanțiile la dispoziția băncilor, întrucât reduce necesarul de lichiditate al acestora în raport cu Eurosistemul și, implicit, volumul activelor care trebuie constituite drept garanții.

În opinia Consiliului guvernatorilor, aceste măsuri sunt esențiale pentru a asigura eficacitatea mecanismului de transmisie a politicii monetare. Acestea vor contribui mai ales la eliminarea obstacolelor în calea accesului la finanțare în economie, generate de repercusiunile crizei datoriilor suverane asupra piețelor de finanțare bancară și asupra procesului de evaluare a activelor. În consecință, aceste măsuri vor asigura populației, societăților nefinanciare și intermediarilor financiari acces neîntrerupt la finanțare în condiții favorabile, contribuind astfel la menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu în zona euro.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

REZUMATELE CAPITOLELOR DIN BULETINUL LUNAR AL BCE, DECEMBRIE 2011

EVOLUȚII ECONOMICE ȘI MONETARE

I. MEDIUL EXTERN AL ZONEI EURO

În ultimele luni, creșterea economică mondială a continuat să înregistreze o pierdere de ritm. Pe fondul unor incertitudini sporite și al intensificării tensiunilor pe piețele financiare, percepția mediului de afaceri și a consumatorilor la nivel internațional s-a deteriorat în continuare. Aceste evoluții au contracarat impulsul pozitiv exercitat de remedierea disfuncționalităților lanțului de aprovizionare manifestate în urma seismului de mare magnitudine din estul Japoniei. Privind în perspectivă, se mențin, în special la nivelul economiilor avansate, probleme structurale semnificative, anticipate a limita redresarea economiei mondiale pe termen mediu. În economiile emergente, moderarea recentă a ritmului de creștere ar trebui să contribuie la temperarea presiunilor de supraîncălzire. Inflația se menține la niveluri moderate în economiile avansate, deși ratele au înregistrat o creștere ușoară în ultimele luni. În schimb, în unele economii emergente persistă presiuni puternice la nivelul inflației de bază, în pofida unui declin ușor al ratelor inflației în ultima perioadă.

2. EVOLUȚII MONETARE ȘI FINANCIARE

2.1. Moneda și creditele acordate de IFM

Tensiunile de pe piețele financiare și incertitudinile privind activitatea economică au exercitat un impact major asupra evoluțiilor monetare și, în sens mai larg, atât pe partea de active, cât și de pasive a bilanțurilor IFM în trimestrul III și în luna octombrie 2011. În perioada august-septembrie 2011 au avut loc realocări masive de portofolii către M3 în detrimentul activelor cu grad mai mare de risc. Ulterior, aceste mișcări s-au inversat parțial în luna octombrie, în condițiile în care investitorii instituționali s-au reorientat către active din exteriorul zonei euro. Totodată, presiunile de finanțare la nivelul bilanțurilor IFM, pe fondul retragerilor de depozite ale nerezidenților zonei euro și al volumului redus de titluri de credit pe termen lung emise de IFM, au fost parțial contracarate de apelul semnificativ sporit la operațiunile Eurosistemului cu rol de furnizare de lichiditate.

În acest context, împrumuturile IFM acordate sectorului privat au înregistrat evoluții relativ modeste în trimestrul III și în luna octombrie 2011. În perioada analizată până în luna octombrie 2011 nu au existat semnale în sensul reducerii substanțiale a activității de creditare la nivelul zonei euro în ansamblu. Totuși, având în vedere presiunile actuale la nivelul surselor de finanțare și manifestarea cu un anumit decalaj a efectelor asupra ofertei de credite, este necesar ca evoluțiile activității de creditare să fie atent monitorizate. În ansamblu, dinamica masei monetare și cea a creditului s-au menținut la niveluri moderate.

2.2. Plasamente financiare ale sectoarelor nefinanciare și ale investitorilor instituționali

Dinamica anuală a plasamentelor financiare ale sectoarelor nefinanciare s-a menținut în general nemodificată în trimestrul II 2011, în pofida intensificării ritmului anual de creștere a investițiilor în instrumente ale IFM. Rata anuală de creștere a plasamentelor financiare realizate de societățile de asigurări și fondurile de pensii a continuat să se tempereze, reflectând nivelurile reduse de investiții ale gospodăriilor populației în rezerve tehnice de asigurare. Amplificarea tensiunilor pe piețele financiare în trimestrul III 2011 a generat un volum considerabil de răscumpărări nete la nivelul tuturor categoriilor principale de fonduri de plasament.

2.3. Ratele dobânzilor pe piața monetară

Ratele dobânzilor pe piața monetară s-au redus, în general, în perioada 7 septembrie – 7 decembrie 2011, reflectând revizuirea în sens descendent a anticipațiilor privind ratele dobânzilor pe termen scurt atât în ultima parte a lunii octombrie, cât și în luna noiembrie. Totodată, la data de 3 noiembrie 2011, Consiliul guvernatorilor a hotărât reducerea cu 25 de puncte de bază a ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE, decizie care a intrat în vigoare odată cu operațiunea principală de refinanțare decontată la 9 noiembrie 2011. În același timp, volatilitatea ratelor dobânzilor de pe piața monetară a continuat să crească.

2.4. Piața obligațiunilor

În intervalul cuprins între sfârșitul lunii august și data de 7 decembrie 2011, randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung cotate AAA lansate în zona euro s-au majorat, în timp ce randamentele aferente titlurilor de stat pe termen lung ale Statelor Unite

au consemnat o diminuare. Evoluțiile din zona euro au reflectat îndeosebi sporirea preocupărilor referitoare la efectele crizei datoriiilor suverane, manifestate inclusiv în țările cu calificativul AAA. Incertitudinile cu privire la evoluțiile de pe piețele obligațiunilor, determinate pe baza volatilității implicite a acestor piețe, s-au amplificat, iar *spread*-urile aferente randamentelor obligațiunilor suverane emise în zona euro au continuat să se extindă pentru majoritatea acestor state. Totodată, indicatorii de piață semnalează menținerea anticipațiilor privind inflația ale participanților pe piață la niveluri pe deplin compatibile cu stabilitatea prețurilor.

2.5. Piața acțiunilor

În intervalul cuprins între sfârșitul lunii august și data de 7 decembrie 2011, cotațiile acțiunilor au consemnat, în general, o ușoară depreciere la nivelul zonei euro și o majorare în Statele Unite. Incertitudinile de pe piețele acțiunilor, măsurate pe baza volatilității implicite, s-au situat la niveluri ridicate pe ambele maluri ale Atlanticului în perioada analizată. Modificările intervenite în percepția piețelor față de criza datoriiilor suverane din zona euro au influențat în continuare prețurile acțiunilor, mai ales în sectorul financiar. În plus, cea mai mare parte a datelor economice publicate în zona euro au reprezentat în continuare o dezamăgire pentru participanții pe piețe, în timp ce informațiile date publicității în Statele Unite în a doua parte a intervalului analizat au depășit așteptările.

2.6. Finanțarea și situația financiară a societăților nefinanciare

În perioada iulie-octombrie 2011, costul real de finanțare a societăților nefinanciare din zona euro s-a menținut relativ nemodificat. Stabilitatea pe ansamblu a costurilor de finanțare maschează tendințe divergente la nivelul principalelor componente. În privința fluxurilor de finanțare, ritmul anual de creștere a împrumuturilor contractate de societățile nefinanciare s-a intensificat ușor până la 1,6% în trimestrul III 2011. Dinamica redusă a creditului este, în linii mari, în concordanță cu încetinirea creșterii economice în zona euro. Activitatea de emisiune a titlurilor de credit de către societățile nefinanciare a înregistrat o ușoară creștere în trimestrul III 2011.

2.7. Finanțarea și situația financiară a sectorului gospodăriile populației

Condițiile de finanțare pentru sectorul gospodăriile populației din zona euro au cunoscut o relativă deteriorare în trimestrul III 2011. Ratele dobânzilor aferente creditelor acordate populației s-au menținut, în medie, relativ neschimbate, în timp ce standardele de creditare asociate tuturor tipurilor de împrumuturi au consemnat o înăsprire netă semnificativă. Ritmul anual de creștere a volumului creditelor acordate populației de către IFM a continuat să se diminueze până la 2,2% în luna octombrie, în mare parte datorită creșterii mai modeste a creditelor pentru achiziționarea de locuințe. Se estimează că povara cheltuielilor cu dobânzile și ponderea datoriei în veniturile disponibile brute ale sectorului gospodăriile populației au rămas, în linii mari, neschimbate în trimestrul III 2011.

3. PREȚURI ȘI COSTURI

Conform estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a situat la 3,0% în luna noiembrie 2011, nivel neschimbat față de lunile septembrie și octombrie. Ratele inflației au consemnat niveluri ridicate de la finele anului 2010, în principal ca urmare a scumpirii produselor energetice și a altor materii prime. Privind în perspectivă, este probabil ca acestea să se mențină peste nivelul de 2% în lunile următoare, iar ulterior să scadă sub 2%. Această evoluție reflectă anticipațiile potrivit cărora, în contextul unui ritm mai lent de creștere economică în zona euro și la nivel mondial, presiunile asupra costurilor, salariilor și prețurilor în zona euro ar trebui, de asemenea, să rămână moderate. Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2011 includ aceste considerații și anticipează o rată anuală a inflației IAPC cuprinsă între 2,6% și 2,8% în anul 2011, între 1,5% și 2,5% în anul 2012 și între 0,8% și 2,2% în anul 2013. Riscurile la adresa evoluției anticipate a prețurilor pe termen mediu rămân, în general, echilibrate.

4. PRODUCȚIA, CEREREA ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

În trimestrul III 2011, PIB real al zonei euro a înregistrat o creștere trimestrială de 0,2%, valoare neschimbată față de trimestrul anterior. Datele din sondaje indică încetinirea activității economice în trimestrul IV 2011. O serie de factori par să afecteze premisele creșterii economice în zona euro, printre aceștia numărându-se temperarea dinamicii cererii la nivel mondial și efectele nefavorabile asupra condițiilor generale de finanțare și

a nivelului încrederii generate de persistența tensiunilor pe piețele datoriilor suverane din zona euro, precum și procesul de ajustare bilanțieră din sectorul financiar și cel nefinanciar. Totodată, se anticipează redresarea activității economice din zona euro, deși într-un ritm foarte lent, pe parcursul anului următor, susținută de reziliența cererii la nivel mondial, de nivelurile foarte scăzute ale ratelor dobânzilor pe termen scurt și de ansamblul măsurilor adoptate pentru a sprijini funcționarea sectorului financiar.

Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2011 confirmă, de asemenea, această evaluare, anticipând un ritm anual de creștere a PIB real cuprins între 1,5% și 1,7% în anul 2011, între -0,4% și 1,0% în anul 2012 și între 0,3% și 2,3% în anul 2013. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2011, intervalul de variație al proiecțiilor pentru creșterea PIB real în anul 2011 s-a îngustat, iar cel pentru anul 2012 a fost revizuit semnificativ în sens descendent. Există riscuri considerabile în sensul scăderii la adresa perspectivelor economice pentru zona euro, într-un context grevat de incertitudini pronunțate.

5. EVOLUȚII FISCALE

Conform prognozei economice a Comisiei Europene din toamna anului 2011, deficitul public al zonei euro s-a redus considerabil în anul 2011, de la 6,2% din PIB în 2010 la 4,1% din PIB în 2011. Se estimează că deficitul va scădea în continuare în anii 2012-2013, deși într-un ritm mai lent. Totuși, ponderea datoriei publice în PIB va continua să crească în zona euro. Depășirea situației de criză a datoriilor suverane și poziționarea ponderilor datoriei în țările zonei euro pe o traiectorie descendentă sustenabilă depind în mod esențial de aplicarea unor măsuri corespunzătoare și credibile de politică fiscală, în conformitate cu versiunea întărită a Pactului de stabilitate și creștere. Acordurile încheiate în urma reuniunii Consiliului European din 8-9 decembrie 2011 reprezintă un pas important în direcția asigurării disciplinei fiscale.

PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR EUROSISTEMULUI

Pe baza informațiilor disponibile până la data de 25 noiembrie 2011, experții Eurosistemului au elaborat proiecțiile privind evoluțiile macroeconomice din zona euro². Ritmul creșterii economice din zona euro a încetinit în semestrul II 2011, reflectând temperarea cererii la nivel mondial și deteriorarea substanțială în ultimele luni a nivelului de încredere a sectorului corporativ și a consumatorilor, într-un context grevat de incertitudini pronunțate, ca urmare a intensificării tensiunilor pe piețele financiare, în condițiile în care prețurile acțiunilor au scăzut puternic, iar condițiile de finanțare s-au înăsprit în tot mai multe țări din zona euro. În ipoteza în care criza financiară nu se va agrava din nou, se preconizează că dinamica PIB real se va redresa în cursul anului 2012 și va înregistra în continuare o relativă ameliorare în anul 2013. Cu toate acestea, se așteaptă ca, în cadrul orizontului de proiecție, procesul de redresare să fie afectat de restructurarea bilanțieră din multe sectoare și de condițiile nefavorabile de finanțare care predomină în multe țări din zona euro. Totodată, se estimează că procesul de redresare va fi sprijinit de consolidarea cererii globale și de atenuarea ritmurilor de creștere a prețurilor la energie și alimente, ceea ce va susține evoluția veniturilor reale, precum și de impactul favorabil asupra cererii interne generat de nivelul foarte scăzut al ratelor dobânzilor pe termen scurt și de măsurile de restabilire a funcționării sistemului financiar. În ceea ce privește PIB real, se anticipează un ritm mediu anual de creștere cuprins între 1,5% și 1,7% în anul 2011, între -0,4% și 1,0% în anul 2012 și între 0,3% și 2,3% în anul 2013. Se preconizează că inflația IAPC din zona euro se va menține la un nivel ridicat pe termen scurt, urmând să scadă semnificativ ulterior. Conform estimărilor, rata medie a inflației IAPC totale se va situa între 2,6% și 2,8% în anul 2011, între 1,5% și 2,5% în anul 2012 și între 0,8% și 2,2% în anul 2013. Această evoluție reflectă, în mare parte, efectele de bază în sensul scăderii asociate prețurilor energiei și alimentelor în anul 2012, precum și ipotezele privind menținerea la același nivel sau scăderea prețurilor materiilor prime. Se anticipează că inflația IAPC, exclusiv alimente și energie, va crește doar marginal în cadrul orizontului de proiecție, ca urmare a cererii interne relativ scăzute și a controlului exercitat asupra costurilor cu forța de muncă.

² Proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului sunt elaborate în comun de către experții BCE și cei ai BCN din zona euro. Acestea reprezintă o contribuție semestrială la evaluarea privind evoluțiile economice și riscurile la adresa stabilității prețurilor realizată de Consiliul guvernatorilor. Mai multe detalii cu privire la procedurile și metodele utilizate sunt prezentate în documentul *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, BCE, iunie 2001, disponibil pe [website-ul BCE](#). În vederea evidențierii incertitudinilor asociate acestor proiecții, rezultatele aferente fiecărei variabile sunt prezentate ca intervale de variație, care se calculează pe baza diferențelor dintre rezultatele efective și proiecțiile anterioare elaborate într-un anumit număr de ani. Amplitudinea acestor intervale este egală cu dublul valorii absolute medii a acestor diferențe. Metoda utilizată, care include și o ajustare în cazul producerii unor evenimente excepționale, este prezentată în publicația *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, BCE, decembrie 2009, disponibilă, de asemenea, pe [website-ul BCE](#).

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

Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței până la data de referință de 17 noiembrie 2011¹. 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 1,4% în anul 2011, la 1,2% în anul 2012 și la 1,4% în anul 2013. Anticipațiile pieței cu privire la randamentele nominale ale titlurilor de stat din zona euro cu scadența la 10 ani indică un nivel mediu de 4,4% în anul 2011, de 5,3% în anul 2012 și de 5,6% în anul 2013. Se prognozează că ratele dobânzilor bancare active atât pe termen scurt, cât și pe termen lung vor continua să crească treptat pe tot parcursul orizontului de proiecție, reflectând traiectoria urmată de ratele dobânzilor *forward* pe piață și transmiterea progresivă a modificărilor ratelor dobânzilor de pe piața monetară asupra ratelor dobânzilor bancare active. Conform estimărilor, condițiile de creditare pe ansamblul zonei euro vor exercita o influență, în general, negativă asupra activității economice. În privința prețurilor materiilor prime, în funcție de traiectoria indusă de prețurile contractelor *futures* în perioada de două săptămâni încheiată la data de referință, se anticipează că prețul țițeiului Brent va atinge o valoare medie de 111,5 USD/baril în anul 2011, de 109,4 USD/baril în anul 2012 și de 104,0 USD/baril în anul 2013. Se estimează că prețurile în USD ale materiilor prime non-energetice se vor majora cu 17,8% în anul 2011, vor scădea cu 7,3% în anul 2012 și vor crește cu 4,3% în anul 2013.

În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se anticipează că acestea nu se vor modifica pe parcursul orizontului de proiecție, rămânând la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni încheiată la data de referință. Această ipoteză implică un curs de schimb de 1,40 EUR/USD în anul 2011 și de 1,36 EUR/USD în 2012-2013. Se preconizează că, în medie, cursul de schimb efectiv al euro va rămâne nemodificat în anul 2011 și se va deprecia cu 0,9% în anul 2012.

Ipotezele privind politica fiscală se bazează pe programele bugetare naționale ale fiecărei țări din zona euro, disponibile la data de 25 noiembrie 2011. Acestea includ toate măsurile deja aprobate de parlamentele naționale sau care au fost prezentate în detaliu de către autoritățile guvernamentale și care vor fi probabil adoptate în cadrul procesului legislativ.

¹ 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 IV 2012, iar ulterior vor evolua în concordanță cu evoluțiile economice la nivel mondial.

Contextul internațional

Ritmul de creștere a economiei mondiale a încetinit în cursul anului 2011. În a doua jumătate a anului, impulsul pozitiv exercitat de remedierea disfuncționalităților la nivelul circuitului de aprovizionare în urma dezastrelor naturale din Japonia a fost neutralizat de reapariția tensiunilor pe piețele financiare internaționale, generate în mare măsură de agravarea crizei datoriilor suverane în zona euro și de amplificarea temerilor privind sustenabilitatea fiscală în alte economii dezvoltate importante. Această evoluție a erodat încrederea consumatorilor și a sectorului corporativ la nivel mondial. Privind în perspectivă, se anticipează o revigorare treptată, în pofida faptului că evoluțiile contrare, precum necesitatea constantă de remediere a bilanțurilor și rezultatele modeste înregistrate pe piața forței de muncă și pe cea imobiliară în unele economii dezvoltate importante presupun o perioadă prelungită de creștere lentă, în special în economiile dezvoltate, ceea ce va limita ritmul redresării economice la nivel internațional. În economiile emergente, creșterea economică înregistrează în continuare un ritm destul de alert, dar se preconizează o decelerare a acestuia, ca urmare a înăsprii anterioare a politicii monetare, care a vizat reducerea dezechilibrelor financiare și atenuarea presiunilor la nivelul prețurilor, precum și a anticipatei diminuări a cererii externe și a efectelor nefavorabile generate de propagarea turbulențelor financiare la nivel internațional. Conform estimărilor, creșterea PIB real mondial din afara zonei euro, care a ajuns la 5,7% în anul 2010, se va tempera la 4,1% în anul 2011 și la 3,9% în anul 2012, urmând să se redreseze până la 4,5% în anul 2013. Se estimează că dinamica cererii externe în zona euro se va decelera de la 11,8% în anul 2010 la 6,4% în anul 2011 și la 4,8% în anul 2012, urmând să se accelereze până la 6,9% în anul 2013.

Proiecții privind creșterea PIB real

PIB real din zona euro a înregistrat doar o creștere marginală în trimestrul III 2011, avansul trimestrial de 0,2% situându-se la același nivel ca și cel din trimestrul II. În pofida faptului că o serie de factori temporari – atât internaționali, cât și interni – au avut un impact negativ asupra activității economice în trimestrul II 2011, premisele nefavorabile creșterii economice în zona euro din ultimele luni au reflectat tot mai mult impactul crizei datoriilor suverane în zona euro și înăsprirea implicită a conduitei fiscale în unele țări din zona euro. Pe plan intern, impactul advers al amplificării incertitudinilor privind intensificarea tensiunilor pe piețele financiare din zona euro a avut drept rezultat o deteriorare substanțială a încrederii consumatorilor și a sectorului corporativ, un declin accentuat al prețurilor acțiunilor în întreaga zonă euro și înrăutățirea condițiilor financiare pentru populație și societățile nefinanciare într-o serie de țări. În condițiile în care și cererea externă s-a temperat în 2011, se anticipează că factorii externi nu vor compensa impactul nefavorabil al factorilor interni pe termen scurt. Privind în perspectivă, în ipoteza în care criza financiară nu se va agrava din nou, se preconizează că dinamica PIB real se va redresa în cursul anului 2012 și va înregistra în continuare o relativă ameliorare în

anul 2013. Cu toate acestea, se așteaptă ca, în cadrul orizontului de proiecție, procesul de redresare să fie afectat de restructurarea bilanțieră din multe sectoare și de condițiile nefavorabile de finanțare care predomină în multe țări din zona euro. Totodată, se estimează că procesul de redresare va fi susținut de consolidarea cererii globale și de atenuarea ritmurilor de creștere a prețurilor la energie și alimente, ceea ce va susține evoluția veniturilor reale, precum și de impactul favorabil asupra cererii interne generat de nivelul foarte scăzut al ratelor dobânzilor pe termen scurt și de măsurile de restabilire a funcționării sistemului financiar. Pe ansamblu, se anticipează că ritmul redresării va fi lent. În termeni anuali, PIB real din zona euro este prognozat să avanseze cu valori cuprinse între 1,5% și 1,7% în anul 2011, între -0,4% și 1,0% în anul 2012 și între 0,3% și 2,3% în anul 2013.

Mai exact, se preconizează o creștere relativ modestă a consumului privat în zona euro până la jumătatea anului 2012, datorită dinamicii reduse a venitului disponibil real, urmată de o ușoară intensificare. Se așteaptă ca majorarea venitului disponibil nominal să fie afectată de creșterea redusă a populației ocupate, asociată cu majorările modeste ale salariilor și veniturilor din transferuri, în condițiile în care se estimează că ambele vor fi limitate de înăsprirea conduitei fiscale aplicate în mai multe țări din zona euro. Deși impactul nefavorabil exercitat de majorările anterioare ale prețurilor materiilor prime a afectat venitul disponibil real, se preconizează că presiunile la nivelul prețurilor materiilor prime se vor diminua, susținând astfel treptat dinamica venitului disponibil real. Se estimează că rata de economisire în zona euro se va menține, în general, nemodificată la nivelul actual până la finele orizontului de proiecție. Aceasta reflectă anticiparea potrivit căreia impactul în sensul creșterii asupra ratei de economisire generat de amplificarea incertitudinilor și de deteriorarea încrederii va fi compensat, în mare măsură, de necesitatea de a reduce economiile pentru a atenua temperarea consumului, având în vedere evoluția nefavorabilă a venitului real. În condițiile unei expansiuni lente a gradului de ocupare a forței de muncă, se estimează că rata șomajului în zona euro va crește ușor în cursul anului 2012 și se va diminua marginal în intervalul următor.

Se anticipează că investițiile private în obiective nerezidențiale în zona euro vor fi afectate, pe fondul persistenței condițiilor de finanțare nefavorabile în unele țări din zona euro, într-un context grevat de incertitudini pronunțate. Conform estimărilor, aceste investiții vor stagna pe termen scurt și se vor redresa numai treptat până la finele orizontului de proiecție, fiind susținute de consolidarea creșterii exporturilor, de avansul moderat al cererii interne și de profitabilitatea relativ susținută. Se prognozează că investițiile în obiectivele rezidențiale vor consemna o creștere și mai lentă, datorită ajustărilor actuale de pe piața imobiliară din unele țări – reflectate, de asemenea, de evoluțiile relativ modeste ale prețurilor locuințelor. Se așteaptă ca investițiile publice să

scadă semnificativ în anii 2011 și 2012, urmând să se stabilizeze în anul 2013, datorită pachetelor de consolidare fiscală anunțate în mai multe țări din zona euro.

Conform *pattern*-ului cererii externe, se anticipează că ritmul de creștere a exporturilor se va tempera pe termen scurt, urmând să se redreseze treptat în cursul anului 2012. O evoluție similară este prognozată și în cazul importurilor. Pe ansamblu, ca urmare a expansiunii relativ mai puternice a exporturilor de la începutul anului 2012, se preconizează că cererea externă netă va avea o contribuție pozitivă la creșterea trimestrială a PIB în cadrul orizontului de proiecție.

Tabel I Proiecții macroeconomice pentru zona euro

(variații procentuale anuale medii) ¹⁾²⁾

	2010	2011	2012	2013
IAPC	1,6	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
PIB real	1,8	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
Consumul privat	0,8	0,3 – 0,5	-0,4 – 0,6	0,0 – 1,8
Consumul administrațiilor publice	0,5	-0,3 – 0,5	-0,5 – 0,7	-0,3 – 1,3
Formarea brută de capital fix	-0,6	1,6 – 2,4	-1,6 – 1,8	-0,5 – 4,3
Exportul de bunuri și servicii	10,8	5,4 – 7,2	0,3 – 6,1	2,1 – 8,9
Importul de bunuri și servicii	9,2	4,0 – 5,4	-0,5 – 5,1	1,7 – 8,1

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.

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.

Potrivit anticipațiilor, criza actuală a avut un impact nefavorabil asupra creșterii potențiale, deși amploarea exactă a impactului rămâne deosebit de incertă. Este probabil ca persistența evoluției modeste a activității economice să determine în continuare o decelerare a dinamicii PIB potențial. Cu toate acestea, având în vedere perspectivele de creștere moderată, se estimează că deficitul de cerere se va amplifica în anul 2012, îngustându-se relativ în anul 2013.

Proiecții privind prețurile și costurile

Ca urmare a majorărilor anterioare ale prețurilor materiilor prime și, într-o oarecare măsură, a creșterii impozitelor indirecte, se estimează că rata inflației IAPC totale în zona euro se va menține peste nivelul de 2% în trimestrul I 2012. Ulterior, se așteaptă ca aceasta să înregistreze o temperare considerabilă. Acest tipar reflectă, în mare parte, contribuția puternic redusă a prețurilor energiei, ca urmare a estompării impactului exercitat de majorările anterioare ale prețurilor petrolului și a preconizatei diminuări treptate a prețurilor țiteiului în cadrul orizontului de proiecție. Se estimează că dinamica

prețurilor alimentelor se va modera începând cu jumătatea anului 2012, odată cu disiparea presiunilor acumulate în prezent. Se anticipează că inflația IAPC, exclusiv alimente și energie, va crește doar marginal, ca urmare a cererii interne relativ scăzute și a controlului exercitat asupra costurilor cu forța de muncă. Conform estimărilor, rata medie a inflației IAPC totale se va situa între 2,6% și 2,8% în anul 2011, între 1,5% și 2,5% în anul 2012 și între 0,8% și 2,2% în anul 2013.

Mai exact, presiunile exercitate de prețurile externe s-au temperat și se anticipează că se vor diminua considerabil în cadrul orizontului de proiecție, în principal ca urmare a stabilizării sau a scăderii prețurilor materiilor prime. Se așteaptă ca ritmul anual de creștere a deflatorului importurilor, care a atins un nivel maxim la începutul anului 2011, să raporteze o decelerare pronunțată în anul 2012 și să își continue ușor scăderea și în anul 2013, parțial datorită temperării dinamicii consemnate de schimburile comerciale internaționale și reducerii inflației globale. Referitor la presiunile inflaționiste interne, se anticipează că ritmul anual de creștere a remunerării pe salariat se va tempera în prima jumătate a anului 2012, în mare parte ca urmare a impactului produs de plățile ocazionale în semestrul I 2011. Conform estimărilor, dinamica anuală a remunerării pe salariat se va accelera în a doua jumătate a anului 2012 și se va stabili ulterior. Acest tipar reflectă impactul unor factori cu acțiune contrară. Pe de o parte, este posibilă manifestarea unor presiuni în sensul creșterii, ca urmare a accelerării anterioare a inflației măsurate prin prețurile de consum. Pe de altă parte, se anticipează că încetinirea creșterii economice și persistența condițiilor nefavorabile pe piața forței de muncă vor exercita presiuni în sensul scăderii asupra salariilor. Dat fiind nivelul relativ ridicat al inflației măsurate prin prețurile de consum din acest an, se preconizează că remunerarea reală pe salariat va scădea în anii 2011 și 2012 și va consemna o relativă redresare ulterior. Se estimează că ritmul de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă va înregistra un avans modest în anul 2012 și se va tempera ulterior. Acest tipar reflectă o decelerare ciclică a ritmului de creștere a productivității în anul 2012 – în condițiile unei deteriorări substanțiale a ritmului de creștere economică și ale unei ajustări parțiale a creșterii gradului de ocupare a forței de muncă – și o intensificare în anul 2013. Se prognozează că, pe parcursul anilor 2011 și 2012, creșterea marjelor de profit se va menține la un nivel redus, datorită cererii agregate scăzute și accelerării dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă. În anul 2013, conform estimărilor, marjele de profit se vor redresa odată cu intensificarea activității economice. Se anticipează că majorările prețurilor administrate și ale impozitelor indirecte vor avea o contribuție substanțială la evoluția inflației IAPC în anii 2011 și 2012, reflectând consolidarea fiscală actuală din mai multe țări din zona euro. Se așteaptă ca în anul 2013 impactul să fie mai mic, în pofida faptului că această evoluție indică parțial lipsa unor informații detaliate asupra măsurilor fiscale pentru anul respectiv.

Comparație cu proiecțiile din luna septembrie 2011

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE publicate în Buletinul lunar – septembrie 2011, intervalul de variație pentru creșterea PIB real în anul 2011 s-a îngustat, iar cel pentru anul 2012 a fost revizuit semnificativ în sens descendent. Aceste revizuri reflectă, în principal, impactul generat de reducerea nivelului de încredere și de înrăutățirea condițiilor de finanțare asupra cererii interne, ca urmare a intensificării incertitudinilor privind criza datoriilor suverane, precum și revizuirile în sens descendent ale cererii externe. Înăsprirea suplimentară a conduitei fiscale și condițiile de finanțare mai restrictive în unele țări din zona euro au condus, de asemenea, la revizuri în sensul scăderii ale perspectivelor pe termen mediu privind creșterea PIB real. Referitor la inflația IAPC, intervalele de variație pentru anii 2011 și 2012 au fost revizuite în sens ușor ascendent. Această revizuire este rezultatul impactului în sensul creșterii produs de majorările prețurilor petrolului exprimate în euro, precum și al contribuției sporite a impozitelor indirecte. Se anticipează că efectele în sensul creșterii ale acestor factori vor compensa pe deplin ajustările în sens descendent ale marjelor de profit și ale majorărilor salariale asociate revizuirii în sensul scăderii a activității economice.

Tabel 2 Comparație cu proiecțiile din luna septembrie 2011

(variații procentuale anuale medii)

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

Caseta 2

PROGNOZE ALE ALTOR INSTITUȚII

Atât organizațiile internaționale, cât și instituțiile din sectorul privat au elaborat o serie de prognoze pentru zona euro. Totuși, acestea nu sunt strict comparabile una cu cealaltă sau cu proiecțiile macroeconomice realizate de experții Eurosistemului, pentru că au fost 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 prețul petrolului și al altor materii prime. De asemenea, există diferențe între prognoze în ceea ce privește metodele de ajustare cu numărul zilelor lucrătoare (a se vedea tabelul de mai jos).

Potrivit prognozelor puse în prezent la dispoziție de alte instituții, se anticipează că ritmul anual de creștere a PIB real în zona euro se va situa între 1,5% și 1,6% în anul 2011, între 0,2% și 1,1% în anul 2012 și între 1,3% și 1,6% în anul 2013. Toate prognozele se situează în cadrul sau în proximitatea imediată a intervalelor de variație din proiecțiile experților Eurosistemului.

În ceea ce privește inflația, prognozele altor instituții anticipează că rata medie anuală a inflației IAPC se va situa între 2,5% și 2,7% în anul 2011, între 1,5% și 1,8% în anul 2012 și între 1,2% și 1,8% în anul 2013. Toate prognozele se situează în cadrul sau în proximitatea imediată a intervalelor de variație din proiecțiile experților Eurosistemului. Proiecțiile pentru anul 2012 se situează în jumătatea inferioară a intervalelor de variație din proiecțiile experților Eurosistemului.

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

(variații procentuale anuale medii)

	Data publicării	Creșterea PIB			Inflația IAPC		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
FMI	septembrie 2011	1,6	1,1	1,5	2,5	1,5	1,7
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	noiembrie 2011	1,6	0,8	1,6	2,6	1,8	1,8
Previziunile <i>Consensus Economics</i>	noiembrie 2011	1,6	0,4	1,5	2,7	1,8	1,8
OCDE	noiembrie 2011	1,6	0,2	1,4	2,6	1,6	1,2
Comisia Europeană	noiembrie 2011	1,5	0,5	1,3	2,6	1,7	1,6
Proiecțiile experților Eurosistemului	decembrie 2011	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2

Sursa: Prognoze economice ale Comisiei Europene, toamna anului 2011; *IMF World Economic Outlook*, septembrie 2011; *OECD Economic Outlook*, noiembrie 2011; previziunile *Consensus Economics* și sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*ECB's Survey of Professional Forecasters*).

Notă: Atât proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului, cât și prognozele OCDE prezintă ritmul anual de creștere ajustat cu numărul zilelor lucrătoare, în timp ce Comisia Europeană și FMI prezintă ritmul anual de creștere care nu este ajustat 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.