



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

EDITORIAL

Pe baza analizelor economice și monetare periodice, Consiliul guvernatorilor a hotărât, în ședința din data de 8 martie 2012, ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână nemodificate. Informațiile care au devenit disponibile de la începutul lunii februarie confirmă evaluarea anterioară a Consiliului guvernatorilor referitoare la perspectivele activității economice. Indicatorii disponibili din sondaje confirmă unele semnale de stabilizare a economiei din zona euro. Totuși, perspectivele economice sunt în continuare grevate de riscuri în sensul scăderii. Ca urmare a majorării prețurilor produselor energetice și a impozitelor indirecte, a devenit probabil ca ratele inflației să se mențină peste nivelul de 2% în anul 2012, riscurile în sensul creșterii fiind predominante. Cu toate acestea, Consiliul guvernatorilor anticipează că evoluția prețurilor se va menține în concordanță cu stabilitatea prețurilor în cadrul orizontului relevant pentru politica monetară. Ritmul expansiunii masei monetare continuă să fie modest, indicând presiuni inflaționiste limitate pe termen mediu. Privind în perspectivă, Consiliul guvernatorilor se angajează ferm să mențină stabilitatea prețurilor în zona euro, în conformitate cu mandatul său. În acest sens, este primordială ancorarea fermă, în continuare, a anticipațiilor inflaționiste la niveluri compatibile cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu.

În ultimele luni, Eurosistemul a aplicat o gamă largă de măsuri neconvenționale suplimentare de politică monetară. Decizia cu privire la aceste măsuri, printre care, în special, cele două operațiuni de refinanțare pe termen mai lung cu scadența la 3 ani, a fost luată în contextul situației excepționale din trimestrul IV 2011. Primul efect al acestor măsuri a fost pozitiv. Alături de consolidarea fiscală și de reformele structurale accelerate din mai multe țări din zona euro, precum și de progresele înregistrate în direcția întăririi cadrului de guvernanță economică al zonei euro, măsurile respective au contribuit la îmbunătățirea semnificativă a mediului financiar în ultimele luni. Consiliul guvernatorilor anticipează că operațiunile de refinanțare pe termen mai lung cu scadența la 3 ani vor sprijini în continuare stabilizarea în curs a piețelor financiare și, în special, activitatea de creditare din zona euro. Toate măsurile neconvenționale de politică monetară au un caracter temporar. În plus, toate instrumentele necesare pentru contracararea potențialelor riscuri în sensul creșterii la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu sunt pe deplin disponibile.

În ceea ce privește analiza economică, în trimestrul IV 2011 PIB real s-a contractat cu 0,3% în zona euro. Conform datelor furnizate de sondajele recente, există semnale de

stabilizare a activității economice, chiar dacă la un nivel încă redus. Privind în perspectivă, Consiliul guvernatorilor preconizează că economia zonei euro se va redresa treptat pe parcursul acestui an. Perspectivele activității economice ar trebui să fie susținute de cererea externă, de ratele foarte scăzute ale dobânzilor pe termen scurt în zona euro și de toate măsurile adoptate în vederea stimulării funcționării adecvate a sectorului financiar al zonei euro. Cu toate acestea, se așteaptă ca tensiunile reziduale de pe piețele datoriilor suverane din zona euro și efectele acestora asupra condițiilor de creditare, precum și procesul de ajustare bilanțieră din sectorul financiar și din cel nefinanciar să afecteze în continuare ritmul creșterii economice.

Această evaluare este, de asemenea, reflectată de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna martie 2012, care anticipează un ritm anual de creștere a PIB real cuprins între -0,5% și 0,3% în anul 2012 și între 0,0% și 2,2% în anul 2013. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2011, intervalele au fost ușor revizuite în sens descrescător. Aceste perspective sunt în continuare grevate de riscuri în sensul scăderii. Acestea se referă, în special, la reintensificarea tensiunilor pe piețele datoriilor din zona euro și la posibilul efect de contagiune al acestora asupra economiei reale a zonei euro. De asemenea, riscurile în sensul scăderii sunt asociate și unor noi creșteri ale prețurilor materiilor prime.

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a cifrat la 2,7% în februarie 2012, în creștere ușoară față de nivelul de 2,6% înregistrat în luna ianuarie. Privind în perspectivă, a devenit probabil ca inflația să se mențină peste nivelul de 2% în anul 2012, în principal ca urmare a creșterii recente a prețurilor produselor energetice, precum și a majorărilor de impozite indirecte anunțate recent. Pe baza actualelor cotații *futures* ale materiilor prime, ratele anuale ale inflației ar trebui să scadă din nou sub 2% la începutul anului 2013. Într-o perspectivă mai îndepărtată, în contextul unui ritm modest de creștere economică în zona euro și al unei ancorări solide a anticipațiilor inflaționiste pe termen lung, presiunile asupra prețurilor ar trebui să rămână limitate.

Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna martie 2012 preconizează o rată anuală a inflației IAPC cuprinsă între 2,1% și 2,7% în anul 2012 și între 0,9% și 2,3% în anul 2013. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2011, intervalele de variație pentru inflația IAPC au fost revizuite în sens ascendent, în special pentru anul 2012. Riscurile la adresa ratelor proiectate ale inflației IAPC pentru următorii ani sunt considerate a se menține, în general, echilibrate, riscurile pe termen scurt în sensul creșterii fiind generate îndeosebi de majorarea peste așteptări a prețurilor petrolului și a impozitelor indirecte. Cu toate acestea, continuă să existe riscuri în sensul scăderii, ca urmare a evoluțiilor sub așteptări ale activității economice.

Analiza monetară indică faptul că ritmul expansiunii masei monetare continuă să fie modest. Dinamica anuală a agregatului monetar M3 s-a situat la 2,5% în luna ianuarie 2012, în creștere de la 1,5% în decembrie 2011. Creșterea împrumuturilor acordate sectorului privat rămâne, de asemenea, modestă. Totuși, ritmul anual al acesteia, ajustat cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare, a crescut ușor în termeni anuali, de la 1,2% în decembrie la 1,5% în ianuarie. Dinamica anuală a împrumuturilor acordate societăților nefinanciare și cea a creditelor acordate populației, ajustate cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare, s-au cifrat în ianuarie la 0,8% și, respectiv, la 2,1%. Volumul împrumuturilor acordate de IFM societăților nefinanciare a scăzut ușor în luna ianuarie, după declinul pronunțat din decembrie 2011. Spre deosebire de acesta, fluxul împrumuturilor acordate populației a fost pozitiv în luna ianuarie. În urma semnalelor de îmbunătățire a mediului financiar, este esențial ca băncile să își consolideze în continuare rezistența la șocuri, inclusiv prin nedistribuirea profitului. Soliditatea bilanțurilor băncilor va constitui un factor primordial pentru facilitarea creditării economiei în mod corespunzător.

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

Privind în perspectivă, pentru a crea un climat favorabil creșterii sustenabile și a sprijini încrederea și competitivitatea, Consiliul guvernatorilor subliniază nevoia urgentă ca guvernele să înregistreze noi progrese în direcția restabilirii unor poziții fiscale solide și a implementării agendei de reforme structurale. În ceea ce privește consolidarea fiscală, multe dintre guvernele din zona euro înregistrează progrese. Continuarea consolidării fiscale ample și a respectării tuturor angajamentelor rămâne esențială. În acest sens, semestrul european din 2012 ar trebui utilizat în vederea aplicării cu rigurozitate a mecanismului mai strict de supraveghere fiscală. La fel de importante sunt și reformele structurale pentru a spori capacitatea de ajustare și competitivitatea țărilor din zona euro, precum și pentru a întări perspectivele privind creșterea economică și crearea de locuri de muncă. În acest domeniu sunt dezirabile noi progrese. Consiliul guvernatorilor salută raportul Comisiei Europene privind mecanismul de alertă referitor la dezechilibrele macroeconomice și anticipează că analizele de țară aprofundate propuse vor susține în mod activ procesele de reformă în curs în țările zonei euro.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

REZUMATELE CAPITOLELOR DIN BULETINUL LUNAR AL BCE, MARTIE 2012

EVOLUȚII ECONOMICE ȘI MONETARE

1. MEDIUL EXTERN AL ZONEI EURO

Într-un context caracterizat prin ameliorarea condițiilor pe piețele financiare, indicatorii disponibili din sondaje confirmă existența unor semnale suplimentare de stabilizare a activității economice mondiale. În economiile dezvoltate, creșterea economică a fost afectată de impedimente de natură structurală, în timp ce în economiile emergente aceasta se menține solidă. Pe parcursul ultimelor luni, inflația a rămas relativ moderată în economiile dezvoltate. În economiile emergente, ratele inflației s-au redus recent, chiar dacă presiunile inflaționiste persistă.

2. EVOLUȚII MONETARE ȘI FINANCIARE

2.1. Moneda și creditele acordate de IFM

Dinamica M3 s-a accelerat substanțial în luna ianuarie 2012 datorită unui influx lunar considerabil, care a contracara pe deplin reducerea puternică înregistrată în decembrie 2011. Intensificarea ritmului de creștere a masei monetare a fost vizibilă la nivelul tuturor componentelor principale și în toate sectoarele. Dinamica anuală a împrumuturilor acordate sectorului privat, ajustată cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare, a consemnat de asemenea o accelerare semnificativă în ianuarie 2012, reflectând nu numai activitatea intensă de creditare a intermediarilor financiari nemonetari, alții decât societățile de asigurări și fondurile de pensii (respectiv alți intermediari financiari – AIF), ci și o majorare moderată a împrumuturilor acordate sectorului privat nefinanciar, astfel încât a fost compensată parțial reducerea înregistrată în decembrie 2011. Cu toate acestea, ritmul de creștere a masei monetare și a creditului rămâne redus. Coroborate, aceste evoluții sugerează faptul că măsurile neconvenționale adoptate în data de 8 decembrie 2011 – în special operațiunile de refinanțare pe termen mai lung (ORTL) cu scadența la trei ani – au atenuat presiunile asupra finanțării instituțiilor de credit din zona euro, contribuind astfel la reducerea riscului manifestării unui proces dezordonat de diminuare a gradului de îndatorare în sectorul bancar. Pe de altă parte, aceste măsuri nu pot încă exercita un impact vizibil asupra creditării sectorului privat, întrucât efectele se vor materializa cu un anumit decalaj.

2.2. Plasamente financiare ale sectoarelor nefinanciare și ale investitorilor instituționali

Dinamica anuală a plasamentelor financiare ale sectoarelor nefinanciare s-a menținut nemodificată în trimestrul III 2011, reflectând parțial temperarea ritmului de creștere a veniturilor populației și un nivel scăzut al ratei de economisire din perspectivă istorică. Rata anuală de creștere a plasamentelor financiare realizate de societățile de asigurări și fondurile de pensii a rămas, de asemenea, nemodificată, pe fondul investițiilor modeste ale gospodăriilor populației în rezerve tehnice de asigurare. Amplificarea tensiunilor pe piețele financiare în trimestrul IV 2011 a generat un volum suplimentar considerabil de răscumpărări nete aferente tuturor categoriilor principale de fonduri de plasament.

2.3. Ratele dobânzilor pe piața monetară

Ratele dobânzilor pe piața monetară au scăzut, în general, în perioada 7 decembrie 2011 – 7 martie 2012. Acest declin reflectă revizuirea în sens descendent a anticipațiilor privind ratele dobânzilor pe termen scurt și decizia Consiliului guvernatorilor din 8 decembrie 2011 de a reduce cu 25 puncte de bază ratele dobânzilor reprezentative ale BCE. Decizia a intrat în vigoare odată cu operațiunea principală de refinanțare decontată la 14 decembrie 2011. Volatilitatea ratelor dobânzilor de pe piața monetară a scăzut, iar indicele EONIA s-a stabilizat la niveluri reduse de la începutul anului 2012, reflectând volumul amplu al lichidității excedentare.

2.4. Piața obligațiunilor

În intervalul cuprins între sfârșitul lunii noiembrie 2011 și începutul lunii martie 2012, randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung cotate AAA lansate în zona euro au scăzut considerabil, în timp ce randamentele aferente titlurilor de stat comparabile ale Statelor Unite au consemnat doar o reducere ușoară. Pe ansamblul perioadei analizate, evoluțiile de pe piețele obligațiunilor guvernamentale par să reflecte o varietate de factori. În zona euro, randamentele obligațiunilor s-au diminuat ca urmare a adoptării unor măsuri adecvate de politică în vederea soluționării crizei datoriilor suverane. Publicarea unor informații mixte în domeniul economico-financiar, inclusiv retrogradările *rating*-urilor unor state din zona euro, par să nu fi avut o influență semnificativă asupra sentimentului operatorilor pe piață. În Statele Unite, optimismul piețelor s-a datorat datelor macroeconomice în general peste așteptări. Incertitudinile cu privire la evoluțiile de pe piețele obligațiunilor, determinate pe baza volatilității implicite a acestor piețe, s-au atenuat semnificativ pe parcursul perioadei analizate, în special în zona euro. Indicatorii de piață semnaleză menținerea anticipațiilor privind inflația la niveluri pe deplin compatibile cu stabilitatea prețurilor.

2.5. Piața acțiunilor

În intervalul cuprins între sfârșitul lunii noiembrie 2011 și începutul lunii martie 2012, cotațiile acțiunilor au consemnat o creștere bruscă atât la nivelul zonei euro, cât și în Statele Unite. Percepția pozitivă a operatorilor pe piață pare să fi fost susținută de publicarea unor date macroeconomice în general peste așteptări în Statele Unite și de perspectivele mai optimiste de identificare a unei soluții durabile pentru criza datoriilor suverane din zona euro. Evoluțiile pe piețele acțiunilor din zona euro, în special majorarea cotațiilor instituțiilor financiare, par să fi fost susținute și de ameliorarea condițiilor de finanțare în urma operațiunilor de refinanțare pe termen mai lung ale Eurosistemului. Incertitudinile de pe piețele acțiunilor, măsurate pe baza volatilității implicite, s-au redus pe parcursul perioadei analizate până la niveluri similare celor înregistrate la mijlocul anului 2011.

2.6. Finanțarea și situația financiară a societăților nefinanciare

În perioada octombrie 2011-ianuarie 2012, costul real al finanțării societăților nefinanciare din zona euro s-a diminuat, pe fondul scăderilor generalizate înregistrate de majoritatea componentelor, în special de ratele dobânzilor la împrumuturile pe termen lung. În privința fluxurilor de finanțare, ritmul anual de creștere a împrumuturilor contractate de societățile nefinanciare s-a temperat la 1,1% în trimestrul IV 2011. Dinamica redusă a creditului este, în linii mari, în concordanță cu condițiile economice încă precare din zona euro. Activitatea de emisiune a titlurilor de credit de către societățile nefinanciare a înregistrat o ușoară creștere în trimestrul IV 2011.

2.7. Finanțarea și situația financiară a sectorului gospodăriile populației

În trimestrul IV 2011 și în luna ianuarie 2012, condițiile de finanțare a sectorului gospodăriile populației din zona euro s-au caracterizat printr-o scădere modestă, în ansamblu, a ratelor dobânzilor active. Pe de altă parte, băncile participante la sondajul asupra creditului bancar din luna ianuarie 2012 au semnalat continuarea înăsprirea nete a standardelor de creditare aferente împrumuturilor acordate populației. Ritmul anual de creștere a volumului creditelor acordate populației de către IFM, ajustat cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare, s-a temperat până la 1,9% în luna decembrie 2011 și ulterior a consemnat o revenire ușoară, situându-se la 2,1% în ianuarie 2012. Astfel, cele mai recente date disponibile continuă să indice evoluții modeste în activitatea de creditare a gospodăriilor populației. Se estimează că povara cheltuielilor cu dobânzile și ponderea datoriei în venitul disponibil brut ale sectorului gospodăriile populației au rămas, în linii mari, neschimbate în trimestrul IV 2011.

3. PREȚURI ȘI COSTURI

Conform estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a situat la 2,7% în luna februarie 2012, în creștere ușoară față de nivelul de 2,6% consemnat în luna ianuarie. Privind în perspectivă, a devenit probabil ca inflația să se mențină peste nivelul de 2% în anul 2012, în principal ca urmare a creșterii recente a prețurilor produselor energetice, precum și a majorărilor de impozite indirecte anunțate recent. Pe baza actualelor cotații *futures* ale prețurilor materiilor prime, ratele anuale ale inflației ar trebui să scadă din nou sub 2% la începutul anului 2013. Într-o perspectivă mai îndepărtată, în contextul unui ritm modest de creștere economică în zona euro și al unei ancorări solide a anticipațiilor inflaționiste pe termen lung, presiunile asupra prețurilor ar trebui să rămână limitate. Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna martie 2012 anticipează o rată anuală a inflației IAPC cuprinsă între 2,1% și 2,7% în anul 2012 și între 0,9% și 2,3% în anul 2013. Riscurile la adresa ratelor proiectate ale inflației IAPC pentru anii următori sunt considerate a se menține, în general, echilibrate, riscurile pe termen scurt în sensul creșterii fiind generate îndeosebi de majorarea peste așteptări a prețurilor petrolului și a impozitelor indirecte. Cu toate acestea, continuă să existe riscuri în sensul scăderii, ca urmare a evoluțiilor sub așteptări ale activității economice.

4. PRODUCȚIA, CEREREA ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

În trimestrul IV 2011, PIB real al zonei euro s-a redus cu 0,3%. Conform datelor furnizate de sondajele recente, există semnale de stabilizare a activității economice, chiar dacă la un nivel încă redus. Privind în perspectivă, se anticipează că economia zonei euro se va redresa treptat pe parcursul anului 2012. Perspectivele activității economice ar trebui să fie susținute de cererea externă, de ratele foarte scăzute ale dobânzilor pe termen scurt în zona euro și de ansamblul măsurilor adoptate în vederea stimulării funcționării adecvate a sectorului financiar al zonei euro. Cu toate acestea, se așteaptă ca tensiunile reziduale de pe piețele datoriilor suverane din zona euro și efectele acestora asupra condițiilor de creditare, precum și procesul de ajustare bilanțieră din sectorul financiar și din cel nefinanciar să afecteze în continuare ritmul creșterii economice.

Această evaluare este, de asemenea, reflectată de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna martie 2012, care anticipează un ritm anual de creștere a PIB real cuprins între -0,5% și 0,3% în anul 2012 și între 0,0% și 2,2% în anul 2013. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2011, intervalele de variație au fost ușor revizuite în sens descendent. Aceste perspective sunt în continuare grevate de riscuri în sensul scăderii.

5. EVOLUȚII FISCALE

Cele mai recente date statistice privind finanțele publice indică reducerea în continuare a deficitului public pe ansamblul zonei euro și majorarea într-un ritm mai lent a datoriei publice. În același timp, au apărut primele semnale că progresele înregistrate în domeniul consolidării fiscale și eforturile de întărire a cadrului de guvernare economică și fiscală în UE au contribuit la atenuarea tensiunilor pe piețele datoriilor suverane în statele vulnerabile din zona euro. Cu toate acestea, sentimentul operatorilor pe piețele financiare rămâne fragil. De aceea, autoritățile publice din zona euro trebuie să continue implementarea strategiilor ample de consolidare fiscală și respectarea tuturor angajamentelor asumate prin Pactul de stabilitate și creștere. În acest sens, semestrul european din 2012 ar trebui utilizat în vederea aplicării cu rigurozitate a mecanismului mai strict de supraveghere fiscală.

PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR BCE

Pe baza informațiilor disponibile până la data de 23 februarie 2012, 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 -0,5% și 0,3% în anul 2012 și între 0,0% și 2,2% în anul 2013. Se preconizează că rata inflației se va situa între 2,1% și 2,7% în anul 2012 și între 0,9% și 2,3% în anul 2013.

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

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

Ipoteza privind ratele dobânzilor pe termen scurt are un caracter pur tehnic. Aceste variabile se bazează pe EURIBOR la 3 luni, anticipațiile pieței fiind derivate din ratele dobânzilor *futures*. Conform acestei metodologii se obține un nivel mediu al ratelor dobânzilor pe termen scurt de 0,9% atât în 2012, cât și în 2013. Anticipațiile pieței cu privire la randamentele nominale ale obligațiunilor guvernamentale din zona euro cu scadența la 10 ani indică un nivel mediu de 4,6% în anul 2012 și de 5,0% în anul 2013. Ca o reflectare a tendinței ratelor dobânzilor pe piața contractelor *forward* și a transmiterii treptate a modificărilor ratelor dobânzilor pe piață asupra ratelor dobânzilor active, se prognozează că ratele dobânzilor la creditele bancare pe termen scurt și lung acordate sectorului privat nefinanciar din zona euro se vor reduce în trimestrele următoare, ratele dobânzilor la creditele pe termen lung urmând să atingă un nivel minim la jumătatea anului 2012, iar cele pe termen scurt, la finele anului 2012. Chiar dacă, potrivit anticipațiilor, condițiile asociate ofertei de credite pe ansamblul zonei euro vor fi susținute de măsurile de politică monetară adoptate de Eurosistem, acestea vor fi în continuare caracterizate de o relativă restrictivitate.

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.

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 115,1 USD/baril în anul 2012 și de 110,2 USD/baril în anul 2013. Se estimează că prețurile în USD ale materiilor prime non-energetice² se vor reduce cu 3,1% în anul 2012 și se vor majora cu 3,8% în anul 2013. În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se preconizează că acestea vor rămâne nemodificate pe parcursul orizontului de proiecție, la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni încheiată la data de referință de 16 februarie 2012. Această ipoteză implică un curs de schimb de 1,31 USD/EUR în anul 2012 și de 1,32 USD/EUR în anul 2013. Se prognozează o depreciere a cursului de schimb efectiv al euro cu 4,0% în anul 2012 și menținerea acestuia la un nivel nemodificat în anul 2013. Ipotezele privind politica fiscală se bazează pe programele bugetare naționale ale fiecărei țări din zona euro, disponibile la data de 22 februarie 2012. Acestea includ toate măsurile deja aprobate de parlamentele naționale sau care au fost prezentate, cu suficiente detalii, de către autoritățile guvernamentale și care vor fi probabil adoptate în cadrul procesului legislativ.

IPOTEZE PRIVIND CONTEXTUL INTERNAȚIONAL

Dinamica PIB real mondial (exceptând zona euro), estimată la 4,1% în anul 2011, este prognozată să se restrângă la 3,8% în anul 2012 și să se accelereze până la 4,3% în anul 2013. În semestrul II 2011, pierderea de ritm a economiei mondiale a fost determinată în principal de reducerea dinamicii veniturilor reale, ca urmare a scumpirii materiilor prime, precum și a incertitudinilor ridicate și a sporirii aversiunii față de risc, care au condus la tensionarea piețelor financiare internaționale. Cu toate acestea, se pare că cele mai recente date – îndeosebi cele privind economia SUA – sugerează o anumită stabilizare de natură ciclică la începutul anului 2012. În mod deosebit, această evaluare este susținută de unele semnale incipiente de stabilizare la nivelul indicatorilor de încredere a sectorului corporativ și a consumatorilor, precum și de o ușoară detensionare a condițiilor pe piețele financiare mondiale. Totuși, perspectivele creșterii economice pe termen mediu se mențin modeste, în special în economiile dezvoltate, mai ales în contextul persistenței necesității de redimensionare a bilanțurilor care limitează ritmul creșterii economice. În acest sens, deși reechilibrarea gradului de îndatorare a sectorului privat este un proces în derulare, nivelurile de îndatorare a populației se mențin ridicate în unele economii dezvoltate. În plus, comprimarea cheltuielilor bugetare în vederea restabilirii sustenabilității pozițiilor fiscale acționează, de asemenea, în direcția atenuării cererii interne în unele economii dezvoltate. În schimb, se preconizează că, de-a lungul

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 prețurilor contractelor *futures* până în trimestrul I 2013, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială.

orizontului de proiecție, economiile emergente vor continua să înregistreze un ritm de creștere mult mai alert decât cel aferent economiilor dezvoltate. Cu toate acestea, se anticipează că o decelerare modestă a creșterii în economiile emergente va tempera presiunile de supraîncălzire care au predominat anterior în unele dintre principalele țări din acest grup (de exemplu în China). Pe ansamblu, se estimează în continuare că economiile emergente din Asia vor înregistra o „aterizare lină”, în timp ce creșterea economică a țărilor din Europa Centrală și de Est va fi mai redusă. Drept consecință a redresării economice pe plan internațional, dinamica cererii externe în zona euro este preconizată a se situa la 4,3% în anul 2012 și la 6,5% în anul 2013.

PROIECȚII PRIVIND CREȘTEREA PIB REAL

Pe parcursul anului 2011, ritmul de creștere a PIB real în zona euro s-a temperat, în trimestrul IV 2011 fiind înregistrată o scădere a activității economice. Moderarea ritmului activității economice în cursul anului 2011 a reflectat, *inter alia*, încetinirea creșterii economice la nivel mondial, prețurile ridicate ale materiilor prime și impactul nefavorabil al crizei datoriilor suverane din zona euro asupra nivelului de încredere a sectorului corporativ și a consumatorilor, precum și deteriorarea condițiilor asociate ofertei de credite și înăsprirea în continuare a orientării politicii fiscale în unele țări din zona euro. Se estimează că, în semestrul I 2012, acești factori vor exercita în continuare efecte adverse asupra activității economice, care însă vor fi tot mai mult diminuate de impactul favorabil al consolidării cererii externe, de deprecierea cursului de schimb efectiv al euro și de măsurile convenționale și neconvenționale de sprijin adoptate la nivelul politicii monetare. Privind în perspectivă, în condițiile în care criza financiară nu se va reintensifica, se anticipează că ritmul de creștere a PIB real va consemna o dinamizare modestă în semestrul II 2012 și va continua să se amelioreze pe parcursul anului 2013, reflectând consolidarea treptată a cererii interne și influența favorabilă a exportului net, pe seama majorării cererii externe și a deprecierei cursului de schimb. Se estimează că procesul de revigorare a cererii interne va fi sprijinit de diminuarea inflației măsurate prin prețurile produselor energetice și alimentelor, care va susține evoluția veniturilor disponibile reale, precum și de efectele favorabile generate de nivelul foarte scăzut al ratelor dobânzilor pe termen scurt și de măsurile de susținere a funcționării sistemului financiar. Cu toate acestea, se așteaptă ca procesul de redresare să fie încetinit de o serie de factori, printre care consolidarea fiscală în curs, relaxarea doar graduală a condițiilor nefavorabile asociate ofertei de credite și continuarea restructurării bilanțiere în numeroase sectoare. Se preconizează că dinamica PIB real va depăși ritmul potențial de creștere la sfârșitul orizontului de proiecție, conducând la îngustarea deviației negative a PIB. Pe ansamblu, se anticipează că ritmul redresării va fi lent. În termeni anuali, PIB real

este prognozat să avanseze cu valori cuprinse între -0,5% și 0,3% în anul 2012 și între 0,0% și 2,2% în anul 2013.

O analiză mai aprofundată a componentelor cererii relevă accelerarea ritmului de creștere a exporturilor destinate piețelor din afara zonei euro pe parcursul anului 2012, urmată de o intensificare în anul 2013, reflectând în principal evoluția cererii externe și creșterea competitivității pe seama deprecierei cursului de schimb efectiv al euro. Se preconizează că investițiile de afaceri se vor restrânge pe termen scurt, dar vor cunoaște o redresare graduală în anul 2013, beneficiind de aportul consolidării creșterii exporturilor, al intensificării cererii interne, al ratelor scăzute ale dobânzilor și al unui nivel relativ susținut al rentabilității. Se estimează că investițiile rezidențiale se vor menține la niveluri foarte scăzute în cursul anului 2012, dar se vor înscrie treptat pe un trend ascendent în anul 2013. Deși ajustările pe piețele imobiliare în unele țări continuă să limiteze procesul de redresare, se pare că atractivitatea investițiilor imobiliare în raport cu alte tipuri de plasament s-a ameliorat în alte țări, pe fondul amplificării riscurilor percepute asociate investițiilor alternative. Se așteaptă ca investițiile publice să se restrângă în anul 2012, urmând să se stabilizeze în anul 2013, după cum indică măsurile de consolidare fiscală anunțate în unele țări din zona euro.

Se estimează că în trimestrul IV 2011 consumul privat s-a redus. Acest indicator este proiectat să se mențină la valori relativ scăzute pe parcursul anului 2012, iar ulterior să înregistreze o creștere graduală. Se așteaptă ca majorarea venitului disponibil nominal să fie afectată mai întâi de restrângerea gradului de ocupare a forței de muncă, apoi de creșterea modestă a acestui indicator. În plus, se așteaptă ca ritmurile de creștere a salariilor și a veniturilor din transferuri să fie limitate, parțial datorită măsurilor de austeritate fiscală aplicate în unele țări din zona euro. Cu toate acestea, venitul disponibil real va avea o evoluție mai favorabilă, având în vedere diminuarea preconizată a influenței nefavorabile exercitate de majorările anterioare ale prețurilor materiilor prime. În cadrul orizontului de proiecție, se prognozează reducerea ușoară a ratei de economisire. Aceasta reflectă anticipațiile potrivit cărora, în pofida sentimentului nefavorabil care sprijină procesul de economisire, uniformizarea relativă a consumului (*consumption smoothing*), în contextul evoluției nefavorabile a veniturilor reale, va inhiba procesul de economisire în intervalul 2012-2013. Nivelurile reduse ale ratelor dobânzilor vor contribui, de asemenea, la scăderea ratei de economisire. Se preconizează o evoluție modestă a consumului administrațiilor publice în termeni reali în cadrul orizontului de proiecție, ca urmare a impactului exercitat de măsurile de consolidare fiscală anunțate de unele țări din zona euro.

Se așteaptă o intensificare graduală a ritmului de creștere a importurilor din afara zonei euro în cadrul orizontului de proiecție. Mai precis, se anticipează un ritm de creștere a importurilor din afara zonei euro superior celui aferent cererii agregate, în general în concordanță cu *pattern*-urile istorice. 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 real în cadrul orizontului de proiecție.

Tabel A Proiecții macroeconomice pentru zona euro

(variații procentuale anuale medii) ¹⁾²⁾

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

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 se referă la zona euro, inclusiv Estonia. Variațiile procentuale anuale medii pentru IAPC în anul 2011 se bazează pe configurația din anul 2010 a zonei euro care include deja Estonia.

PROIECȚII PRIVIND PREȚURILE ȘI COSTURILE

Conform estimării preliminare a Eurostat, rata inflației IAPC totale s-a situat la 2,7% în luna februarie 2012, după ce a înregistrat o valoare medie de 2,7% în anul 2011. Se anticipează încetinirea acesteia în următoarele trimestre. Se așteaptă ca rata medie a inflației IAPC totale să se situeze între 2,1% și 2,7% în anul 2012 și între 0,9% și 2,3% în anul 2013. Această moderare se datorează în principal reducerii contribuției prețurilor produselor energetice, având în vedere că se estimează scăderea treptată a prețurilor țițeiului în cadrul orizontului de proiecție și că impactul majorărilor anterioare ale acestor prețuri se estompează. De asemenea, conform proiecțiilor, creșterea prețurilor produselor alimentare care intră în componența inflației IAPC se va atenua în anii 2012 și 2013. Aceasta reflectă ipoteza conform căreia prețurile materiilor prime alimentare ar trebui să se mențină stabile în următoarele trimestre. Conform proiecțiilor, inflația IAPC, exclusiv alimente și produse energetice, va continua să fie, în linii mari, stabilă în cadrul

orizontului de proiecție. Deși se estimează că presiunile inflaționiste interne generate de creșterea temperată a cererii în zona euro și de evoluțiile moderate ale costurilor cu forța de muncă vor fi reduse, această evoluție este preconizată a fi compensată, în linii mari, de impactul în sensul creșterii produs de majorările anticipate ale impozitelor indirecte și ale prețurilor administrate.

Mai concret, presiunile inflaționiste externe au crescut ușor în ultimele luni, în special datorită deprecierei euro, care a condus, *inter alia*, la majorarea prețurilor materiilor prime exprimate în euro, ceea ce ar urma să exercite presiuni în sensul creșterii asupra deflatorului importurilor în următoarele trimestre. Totuși, se estimează că acțiunea acestor factori va fi mai mult decât compensată de efectele de bază în sensul scăderii provenite, în special, din scumpirea materiilor prime în anul 2011. Astfel, se anticipează că dinamica anuală a deflatorului importurilor va scădea la începutul anului 2012 și va consemna în continuare o moderare relativă în anul 2013. În ceea ce privește presiunile inflaționiste în zona euro, proiecțiile arată că ritmul de creștere a remunerării pe salariat va încetini în anul 2012, întrucât deteriorarea condițiilor pe piața forței de muncă exercită presiuni în sensul scăderii. Ulterior se estimează că ritmul anual de creștere a remunerării pe salariat se va intensifica treptat, fiind susținut de consolidarea creșterii economice. Se prognozează că ritmul anual de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă se va menține, în general, stabil în anii 2012 și 2013. Conform proiecțiilor, creșterea marjelor de profit va fi modestă în anul 2012, reflectând nivelul scăzut al cererii agregate. Pentru anul 2013 se preconizează o creștere mai pronunțată a marjelor de profit, în concordanță cu ameliorarea perspectivei activității economice. Se anticipează că majorările prețurilor administrate vor avea un aport substanțial la inflația IAPC în cadrul orizontului de proiecție, reflectând continuarea procesului de consolidare fiscală în unele țări din zona euro. Se estimează că impozitele indirecte vor exercita, de asemenea, un impact semnificativ asupra inflației IAPC în anii 2012 și 2013.

COMPARAȚIE CU PROIECȚIILE DIN LUNA DECEMBRIE 2011

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului publicate în Buletinul lunar – decembrie 2011, intervalele de proiecție pentru creșterea PIB real în zona euro pentru anii 2012 și 2013 au fost revizuite în sens ușor descendent. Aceste revizuri reflectă îndeosebi influența diminuării cererii externe, a majorării prețurilor petrolului, a măsurilor suplimentare de consolidare fiscală și a condițiilor relativ mai restrictive asociate ofertei de credite, în pofida reducerii ratelor dobânzilor pe termen scurt și lung și a creșterii cotațiilor bursiere. În ceea ce privește inflația IAPC, intervalele

prognozate pentru anii 2012 și 2013 au fost revizuite în sens ușor ascendent comparativ cu proiecțiile pentru luna decembrie 2011, îndeosebi ca urmare a scumpirii produselor energetice și a deprecierei cursului de schimb al euro, dar și, parțial, a creșterii prețurilor alimentelor și a impozitelor indirecte.

Tabel B Comparație cu proiecțiile din luna decembrie 2011

(variații procentuale anuale medii)

	2012	2013
PIB real – decembrie 2011	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
PIB real – martie 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
IAPC – decembrie 2011	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
IAPC – martie 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

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 prețul petrolului și al altor materii prime. De asemenea, există diferențe între prognoze în ceea ce privește metodele de ajustare cu numărul zilelor lucrătoare.

Potrivit prognozelor puse în prezent la dispoziție de alte organizații și instituții, ritmul de creștere a PIB real din zona euro se va situa între -0,5% și 0,2% în anul 2012 și între 0,8% și 1,4% în anul 2013, niveluri care se încadrează în intervalele de variație prevăzute în proiecțiile experților BCE. Prognozele disponibile privind inflația plasează rata anuală medie a inflației IAPC în intervalul de variație cuprins între 1,5 și 2,1% în anul 2012, la niveluri situate în interiorul sau la capătul inferior al intervalului din proiecțiile experților BCE. Pentru anul 2013, proiecțiile disponibile sugerează că inflația IAPC va avea valori cuprinse între 1,2 și 1,7%, într-un interval compatibil cu cel din proiecțiile experților BCE.

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

(variații procentuale anuale medii)

	Data publicării	Creșterea PIB		Inflația IAPC	
		2012	2013	2012	2013
OCDE	noiembrie 2011	0,2	1,4	1,6	1,2
Comisia Europeană	februarie 2012/ noiembrie 2011	-0,3	1,3	2,1	1,6
FMI	ianuarie 2012/ septembrie 2011	-0,5	0,8	1,5	
Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	februarie 2012	-0,1	1,1	1,9	1,7
Previziunile <i>Consensus Economics</i>	februarie 2012	-0,3	0,9	2,0	1,7
Proiecțiile experților BCE	martie 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

Sursa: Prognoza interimară a Comisiei Europene, februarie 2012, pentru datele referitoare la anul 2012 și Prognoze economice ale Comisiei Europene – toamna anului 2011, pentru datele referitoare la anul 2013; actualizarea *IMF World Economic Outlook*, ianuarie 2012, pentru creșterea PIB real, și *World Economic Outlook*, septembrie 2011, pentru inflație; *OECD Economic Outlook*, noiembrie 2011; Previziunile *Consensus Economics*; și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*).

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

© Banca Centrală Europeană, 2012

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