



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

## EDITORIAL

Pe baza analizelor economice și monetare periodice, Consiliul guvernatorilor BCE a hotărât, în ședința din data de 6 decembrie 2012, ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână nemodificate. Prețurile mari ale produselor energetice și majorările impozitelor indirecte în unele țări din zona euro au determinat, în ultimul timp, plasarea ratelor inflației IAPC la niveluri ridicate. Recent, acestea au înregistrat o scădere, conform anticipațiilor, și se preconizează că vor reveni sub nivelul de 2% în anul 2013. În cadrul orizontului relevant pentru politica monetară, ratele inflației ar trebui să rămână în concordanță cu obiectivul privind stabilitatea prețurilor. Ritmul expansiunii masei monetare continuă să fie modest. Anticipațiile privind inflația în zona euro rămân ferm ancorate la niveluri compatibile cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu. Se estimează că trenarea activității economice în zona euro se va prelungi și în anul următor. Mai precis, ajustările bilanțiere necesare în sectorul financiar și în cel nefinanciar, precum și incertitudinile persistente vor continua să afecteze activitatea economică. Pe parcursul anului 2013, aceasta ar trebui să se redreseze treptat, pe măsură ce se consolidează cererea globală, iar la nivelul economiei se fac resimțite efectele orientării acomodative a politicii monetare a BCE și ale îmbunătățirii semnificative a încrederii pe piețele financiare. Pentru susținerea încrederii, este esențial ca guvernele să continue reducerea dezechilibrelor fiscale și structurale și procesul de restructurare a sectorului financiar.

Consiliul guvernatorilor a hotărât, de asemenea, continuarea derulării operațiunilor principale de refinanțare (OPR) ale Eurosistemului, sub forma unor proceduri de licitație la rată fixă a dobânzii și cu alocare integrală, atât timp cât va fi necesar și cel puțin până la încheierea celei de-a șasea perioade de aplicare a rezervelor minime obligatorii din anul 2013, respectiv până la data de 9 iulie 2013. Această procedură va fi utilizată în continuare și pentru operațiunile excepționale de refinanțare ale Eurosistemului cu scadența egală cu o perioadă de aplicare, ce se vor derula atât timp cât va fi necesar și cel puțin până la finele trimestrului II 2013. Rata fixă a dobânzii la aceste operațiuni excepționale de refinanțare va fi egală cu rata dobânzii la OPR în vigoare la momentul respectiv. Ratele aferente operațiunilor de refinanțare pe termen mai lung cu scadența la trei luni, care urmează să fie alocate până în luna iunie 2013, vor fi stabilite la nivelul ratei medii a dobânzii la OPR pe durata de desfășurare a respectivei operațiuni de refinanțare pe termen mai lung.

În ceea ce privește analiza economică, după contracția cu 0,2%, în termeni trimestriali, consemnată în trimestrul II 2012, PIB real în zona euro a scăzut cu 0,1% în intervalul următor. Datele statistice disponibile și indicatorii din sondaje semnalează în continuare încetinirea ritmului activității economice în trimestrul IV 2012, deși, recent, unii indicatori s-au stabilizat la niveluri scăzute, iar încrederea pe piețele financiare a continuat să se amelioreze. Pe termen mai scurt, se anticipează că perioada de activitate economică redusă se va prelungi și în anul următor, reflectând impactul nefavorabil al nivelului scăzut al încrederii consumatorilor și investitorilor asupra cererii interne și cererea externă modestă. O redresare treptată ar trebui să înceapă pe parcursul anului 2013, pe măsură ce efectele orientării acomodative a politicii monetare a BCE și ale îmbunătățirii semnificative a încrederii pe piețele financiare se fac resimțite la nivelul cererii interne private, iar consolidarea cererii externe ar trebui să susțină creșterea exporturilor.

Această evaluare este reflectată de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2012, care anticipează un ritm anual de creștere a PIB real cuprins între -0,6% și -0,4% în anul 2012, între -0,9% și 0,3% în anul 2013 și între 0,2% și 2,2% în anul 2014. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2012, intervalele de variație pentru anii 2012 și 2013 au fost revizuite în sens descendent.

Consiliul guvernatorilor anticipează în continuare riscuri în sensul scăderii la adresa perspectivelor economice pentru zona euro. Acestea se referă în principal la incertitudini privind soluționarea unor aspecte legate de datoriile suverane și de guvernanță în zona euro, la chestiuni geopolitice și la decizii de politică fiscală în Statele Unite care ar putea afecta încrederea pe piețe pe o perioadă mai îndelungată decât se anticipează în prezent și care ar putea întârzia în continuare redresarea investițiilor private, a ocupării forței de muncă și a consumului.

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro a scăzut la 2,2% în luna noiembrie 2012, de la 2,5% în luna octombrie și 2,6% în lunile august și septembrie. Pe baza actualelor cotații *futures* ale petrolului, se preconizează că ratele inflației vor scădea din nou sub 2% în anul 2013. În cadrul orizontului relevant pentru politica monetară, în contextul trenării activității economice în zona euro și al ancorării solide a anticipațiilor privind inflația pe termen lung, presiunile asupra prețurilor ar trebui să rămână moderate.

Această evaluare este reflectată și de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2012, care anticipează că rata anuală a inflației IAPC se va plasa la 2,5% în anul 2012, între 1,1% și 2,1% în anul 2013 și între 0,6% și 2,2% în anul 2014. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților

BCE din luna septembrie 2012, intervalul de variație pentru anul 2013 a fost revizuit în sens descendent.

În evaluarea Consiliului guvernatorilor, balanța riscurilor la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor se menține, în general, echilibrată, riscurile în sensul scăderii fiind asociate decelerării ritmului activității economice, iar cele în sensul creșterii fiind asociate majorării prețurilor administrate și impozitelor indirecte, precum și scumpirii petrolului.

În ceea ce privește analiza monetară, ritmul expansiunii masei monetare continuă să fie modest, având în vedere evoluțiile înregistrate pe parcursul mai multor luni. Analiza celor mai recente evoluții relevă că ritmul anual de creștere a agregatului monetar M3 s-a intensificat la 3,9% în luna octombrie, comparativ cu 2,6% în septembrie, în timp ce dinamica M1 s-a accelerat la 6,4%, față de 5,0% în septembrie. Acestea se datorează parțial unei operațiuni specifice care a condus la creșterea depozitelor *overnight* deținute de sectorul financiar nemonetar. Depozitele populației și ale societăților nefinanciare au înregistrat, de asemenea, o majorare în luna octombrie. Pe ansamblu, este necesar un număr mai mare de observații pentru a face distincția între volatilitatea pe termen mai scurt și factorii care acționează pe termen mai lung.

Spre deosebire de evoluțiile monetare, dinamica împrumuturilor a rămas relativ nemodificată. Ritmul anual de creștere a împrumuturilor acordate sectorului privat, ajustat cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare, s-a menținut în luna octombrie la valoarea din intervalul anterior, respectiv -0,4%. Totuși, această evoluție reflectă noi operațiuni de răscumpărare netă a creditelor acordate societăților nefinanciare, ceea ce a determinat o dinamică anuală a acestor credite de -1,5%, în scădere de la -1,2% în luna septembrie. Ritmul anual de creștere a creditelor acordate populației de IFM s-a menținut nemodificat la nivelul de 0,8% în luna octombrie. Dinamica modestă a împrumuturilor reflectă, în mare măsură, perspectivele nefavorabile asociate PIB, sporirea aversiunii față de risc și ajustarea în continuare a bilanțurilor gospodăriilor populației și companiilor, toți acești factori afectând cererea de credite. Totodată, în unele țări din zona euro, constrângerile legate de capital, percepția asupra riscurilor și segmentarea piețelor financiare limitează oferta de credite.

Pentru a asigura transmisia corespunzătoare a măsurilor de politică monetară la nivelul condițiilor de finanțare în țările din zona euro, este esențial ca băncile să își consolideze în continuare rezistența la șocuri, în cazul în care este necesar. Soliditatea bilanțurilor băncilor va constitui un factor-cheie pentru facilitarea creditării adecvate a economiei, precum și a normalizării tuturor canalelor de finanțare. Adoptarea unor măsuri decisive pentru înființarea unui cadru financiar integrat va contribui la realizarea acestui obiectiv.

Un mecanism de supraveghere unic (MSU) reprezintă unul dintre pilonii fundamentali și o etapă esențială în direcția reintegrării sistemului bancar.

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

Noi măsuri de politică economică și înregistrarea de progrese cu privire la reforma guvernantei economice ar trebui să contribuie la susținerea încrederii pe piețele financiare și la îmbunătățirea perspectivelor creșterii economice. În acest context, Consiliul guvernatorilor așteaptă cu interes foaia de parcurs pentru o Uniune Economică și Monetară autentică, asupra căreia urmează să se adopte o decizie în cadrul reuniunii Consiliului European din 13-14 decembrie 2012. Inițiativele privind accelerarea reformelor structurale care contribuie la redresarea competitivității sunt deosebit de importante pentru revigorarea potențialului de creștere al țărilor din zona euro și pentru stimularea ocupării forței de muncă. În general, toate țările din zona euro trebuie să se asigure că piețele bunurilor și serviciilor și piața forței de muncă dispun de capacitatea de ajustare necesară pentru o funcționare eficientă și fără sincope în cadrul unei uniuni monetare. De asemenea, se anticipează că, în conformitate cu angajamentele asumate prin Pactul de stabilitate și creștere și cu recomandările formulate în cadrul semestrului european din 2012, continuarea consolidării fiscale va determina readucerea finanțelor publice pe poziții solide. Progrese semnificative au fost deja înregistrate în ceea ce privește reducerea dezechilibrelor interne și externe și îmbunătățirea competitivității. Adoptarea în continuare de măsuri privind reformele fiscale, structurale și ale guvernantei economice la nivel european ar trebui să aibă efecte reciproc potențatoare și să transmită un semnal puternic piețelor.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

# REZUMATELE CAPITOLELOR DIN BULETINUL LUNAR AL BCE, DECEMBRIE 2012

## EVOLUȚII ECONOMICE ȘI MONETARE

### 1. MEDIUL EXTERN AL ZONEI EURO

Economia mondială își continuă expansiunea într-un ritm lent. Redresarea globală a înregistrat o pierdere de ritm în cursul anului 2012 pe fondul slăbirii încrederii. Schimburile comerciale internaționale au continuat să se deterioreze, în condițiile în care decelerarea consemnată de economiile dezvoltate s-a extins și la piețele emergente. Potrivit celor mai recente date din sondaje, ritmul de creștere a activității economice globale va continua să înregistreze valori modeste, date fiind semnele stabilizării la niveluri scăzute a indicatorului de încredere în trimestrul IV. Ulterior, se așteaptă ca activitatea economică globală să se consolideze doar treptat, într-un ritm mai alert în economiile emergente decât în economiile dezvoltate. Inflația totală la nivel mondial a crescut în ultimele luni, după scăderea raportată la începutul anului 2012, în principal ca urmare a evoluțiilor prețurilor produselor energetice.

### 2. EVOLUȚII MONETARE ȘI FINANCIARE

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

Discrepanța între ritmurile anuale de creștere la nivelul masei monetare și al creditului observată de la începutul anului 2012 s-a amplificat în trimestrul III și pe parcursul lunii octombrie. În luna octombrie, agregatul monetar M3 a consemnat influxuri deosebit de substanțiale, în timp ce volumul creditelor acordate sectorului privat a continuat să se diminueze. Influxurile substanțiale la nivelul M3 trebuie analizate în contextul gradului pronunțat de volatilitate care a caracterizat deținerile de resurse ale intermediarilor financiari nemonetari, acestea reflectând parțial și rambursarea, în contul Mecanismului european de stabilitate (MES), a două tranșe de capital de către guvernele statelor din zona euro. Condițiile tensionate (deși întrucâtva ameliorate) de pe piețele financiare au limitat în continuare finanțarea pe termen mai lung a băncilor atât prin intermediul corecției volumelor anterioare ale tranzacțiilor de securitizare, cât și prin răscumpărarea netă de obligațiuni pe termen mai lung. Dacă se face abstracție de gradul ridicat de volatilitate a evoluțiilor lunare, datele recente nu indică o dinamizare a ritmurilor de creștere a agregatelor monetare.

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

Dinamica anuală a investițiilor financiare pe sectoare nefinanciare a înregistrat o încetinire în trimestrul II 2012, ca urmare a deteriorării generale a mediului economic și a oportunităților reduse de a realiza venituri. Decelerarea ritmului anual de creștere a plasamentelor financiare realizate de societățile de asigurări și fondurile de pensii a reflectat trendul negativ al investițiilor gospodăriilor populației în rezerve tehnice de asigurare. Fondurile de investiții au consemnat intrări semnificative în trimestrul III 2012, generate aproape exclusiv de investițiile în fondurile de obligațiuni ca urmare a detensionării acestor piețe – evoluție determinată parțial de anunțul BCE privind tranzacțiile monetare definitive (TMD).

## 2.3. Ratele dobânzilor pe piața monetară

Ratele dobânzilor pe piața monetară au scăzut în general în perioada 5 septembrie-5 decembrie 2012. Ratele medii ale dobânzii *overnight* (EONIA) s-au redus marginal, menținându-se la niveluri scăzute și reflectând minimele istorice consemnate de ratele dobânzilor reprezentative ale BCE, precum și nivelul semnificativ al lichidității excesive de pe piața monetară *overnight*. Randamentele pe piața monetară au consemnat, în linii mari, același grad de volatilitate.

## 2.4. Piața obligațiunilor

În intervalul cuprins între sfârșitul lunii august și data de 5 decembrie 2012, randamentele obligațiunilor guvernamentale cotate AAA au consemnat un declin ușor, iar cele aferente titlurilor de stat pe termen lung s-au menținut, în general, stabile în Statele Unite. Pe parcursul perioadei analizate, percepția riscurilor în zona euro de către participanții pe piață a continuat să se amelioreze, în urma anunțurilor privind efectuarea de tranzacții monetare definitive și a altor informații pozitive, precum progresele înregistrate la nivelul creării uniunii bancare și al restructurării sectorului bancar în Spania, dar și acordul referitor la datoria externă a Greciei. *Spread*-urile asociate obligațiunilor guvernamentale și celor lansate de societățile financiare în raport cu titlurile cotate AAA s-au restrâns în continuare. Îngustarea *spread*-urilor a fost mai accentuată în cazul emitenților cu calificative mai scăzute. Declinuri au fost consemnate și la nivelul primelor de lichiditate și al volatilității implicite. Totodată, indicatorii de piață semnalează menținerea anticipațiilor privind inflația pe termen lung ale participanților pe piață la niveluri pe deplin compatibile cu stabilitatea prețurilor.

## 2.5. Piața acțiunilor

În intervalul cuprins între finele lunii august și data de 5 decembrie 2012, cotațiile acțiunilor s-au majorat cu aproximativ 6% în zona euro, dar s-au menținut practic la aceleași niveluri în Statele Unite. Prețurile acțiunilor în cele două zone economice au marcat o creștere puternică pe parcursul lunii septembrie, în urma anunțului BCE privind modalitățile de derulare a tranzacțiilor monetare definitive și a anunțului referitor la un nou stimulent monetar în Statele Unite. În zona euro, inițiativele vizând consolidarea stabilității financiare prin crearea unei uniuni monetare, progresele obținute la nivelul restructurării sectorului bancar în Spania și acordul cu privire la programul de sprijinire a Greciei au alimentat în continuare percepția pozitivă a participanților pe piață. „Prăpastia fiscală” care amenință economia Statelor Unite a exercitat o influență negativă asupra cotațiilor titlurilor, în special începând din luna octombrie. În ambele zone economice, prețurile acțiunilor emise de sectorul financiar le-au devansat pe cele din sectorul nefinanciar în perioada analizată. Incertitudinile de pe piețele acțiunilor, măsurate pe baza volatilității implicite, s-au restrâns atât în zona euro, cât și în Statele Unite.

## 2.6. Finanțarea și situația financiară a societăților nefinanciare

În perioada iulie-octombrie 2012, costul real al finanțării societăților nefinanciare din zona euro s-a diminuat, pe fondul scăderii generalizate la nivelul tuturor subcategoriilor, în special a costului îndatorării pe piață. În privința fluxurilor de finanțare, ritmul anual de creștere a creditelor bancare contractate de societățile nefinanciare a continuat să se reducă în trimestrul III 2012. Dinamica modestă a creditului s-a datorat cererii restrânse de împrumuturi, condițiilor restrictive de creditare și substituirii împrumuturilor bancare prin surse alternative de finanțare, de tipul titlurilor de credit, care s-au extins în continuare în trimestrul III 2012.

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

În trimestrul III și în luna octombrie 2012, condițiile de finanțare a gospodăriilor populației din zona euro s-au caracterizat prin noi scăderi treptate la nivelul dobânzilor active. Aceasta a reflectat propagarea reducerii ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE, precum și atenuarea fragmentării pe piețele financiare din zona euro, ca urmare a anunțului BCE privind tranzacțiile monetare definitive. Cu toate acestea, condițiile de finanțare a gospodăriilor populației au prezentat în continuare diferențe semnificative la nivel de țară. Ritmul anual de creștere a creditelor acordate populației de IFM (ajustat cu

volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare) s-a temperat la 1,0% în trimestrul III 2012 și, ulterior, la 0,8% în luna octombrie. Astfel, cele mai recente date disponibile continuă să indice evoluții modeste în activitatea de creditare a gospodăriilor populației, reflectând parțial necesitatea ca acestea să-și reducă datoriile într-o serie de țări. Se estimează că ponderea datoriei în venitul disponibil brut al gospodăriilor populației a crescut ușor în trimestrul III 2012, în timp ce povara cheltuielilor cu dobânzile a rămas, în linii mari, nemodificată.

### 3. PREȚURI ȘI COSTURI

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a redus până la 2,2% în luna noiembrie 2012, comparativ cu 2,5% în luna octombrie și 2,6% în cele două luni anterioare. Pe baza actualelor cotații *futures* ale petrolului, se anticipează că ratele inflației vor continua să scadă până la niveluri inferioare celui de 2% în cursul anului următor. În cadrul orizontului relevant pentru politica monetară, în contextul unui ritm modest de creștere economică în zona euro și al unei ancorări solide a anticipațiilor privind inflația pe termen lung, presiunile asupra prețurilor ar trebui să se mențină moderate. Această evaluare se reflectă, de asemenea, în proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2012, care anticipează o rată anuală a inflației IAPC de 2,5% în anul 2012, între 1,1% și 2,1% în anul 2013 și între 0,6% și 2,2% în anul 2014. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2012, intervalul de prognoză pentru anul 2013 a fost revizuit în sens descrescător. Balanța riscurilor la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor se menține, în general, echilibrată.

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

După ce a înregistrat o scădere de 0,2%, în termeni trimestriali, în trimestrul II 2012, PIB real în zona euro s-a contractat cu 0,1% în trimestrul III. Datele statistice și indicatorii din sondaje relevă în continuare încetinirea ritmului activității economice în trimestrul IV 2012, deși, recent, unii indicatori s-au stabilizat la niveluri scăzute, iar încrederea pe piețele financiare a continuat să se amelioreze. Pe termen mai scurt, se anticipează că perioada de activitate economică redusă se va prelungi și în anul următor, reflectând impactul nefavorabil al nivelului scăzut al încrederii consumatorilor și al investitorilor și al cererii externe modeste asupra cererii interne. O redresare treptată ar trebui să înceapă pe parcursul anului 2013, pe măsură ce efectele orientării acomodative a politicii monetare și ale îmbunătățirii semnificative a încrederii pe piețele financiare se fac



resimțite la nivelul cererii interne private, iar consolidarea cererii externe ar trebui să susțină creșterea exporturilor. Această evaluare se reflectă, de asemenea, în proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2012, care anticipează o dinamică anuală a PIB real cuprinsă între -0,6% și -0,4% în anul 2012, între -0,9% și 0,3% în anul 2013 și între 0,2% și 2,2% în anul 2014. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2012, intervalele de prognoză pentru anii 2012 și 2013 au fost revizuite în sens descrescător. Perspectivele economice pentru zona euro sunt grevate de riscuri în sensul scăderii.

## 5. EVOLUȚII FISCALE

Conform prognozei economice a Comisiei Europene din toamna anului 2012, se înregistrează progrese semnificative în ceea ce privește reducerea dezechilibrelor bugetare la nivelul zonei euro. Această evoluție este evidențiată de estimările potrivit cărora ponderea în PIB a deficitului public al zonei euro va scădea considerabil de la 4,1% în anul 2011 la 3,3% în anul 2012. Se estimează că situația va continua să se îmbunătățească în anul 2013 și, într-o măsură mai redusă, în anul 2014. Totodată, se prognozează că ponderea datoriei publice în PIB al zonei euro va depăși 90% în anul 2012, urmând să se situeze la 94,3% în anul 2014. Ajustarea fiscală va fi în continuare necesară pentru eliminarea deficitelor excesive în unele țări și, în general, pentru reducerea ponderilor datoriei publice astfel încât acestea să se apropie de nivelul de referință, în strictă conformitate cu angajamentele asociate cadrului consolidat de guvernare.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

## PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR EUROSISTEMULUI

Pe baza informațiilor disponibile până la data de 23 noiembrie 2012, experții Eurosistemului au elaborat proiecțiile privind evoluțiile macroeconomice în zona euro<sup>1</sup>. După o contracție ușoară a activității economice în trimestrul III 2012, se preconizează că PIB real va continua să scadă ușor pe termen scurt. Această perspectivă pe termen scurt reflectă cererea externă redusă, precum și efectele nefavorabile cumulate exercitate asupra cererii interne de nivelul scăzut al încrederii în economie pe fondul tensiunilor de pe piețele financiare din zona euro, al consolidării fiscale, al prețurilor ridicate ale materiilor prime și al reducerii gradului de îndatorare în sectorul privat. Luând în considerare ipoteza potrivit căreia tensiunile de pe piețele financiare nu vor consemna o nouă intensificare, se estimează că redresarea PIB real va fi modestă pe parcursul anului 2013, fiind susținută de influența favorabilă asupra exporturilor a revigorării cererii externe și a ameliorării competitivității prin costuri, de efectul favorabil al orientării acomodative a politicii monetare asupra cererii interne private și de impactul pozitiv al scăderii ratelor inflației asupra venitului disponibil real, datorată, în principal, prețurilor mai mici ale alimentelor și materiilor prime. Astfel, se anticipează un ritm mediu anual de creștere a PIB real cuprins între -0,6% și -0,4% în anul 2012, între -0,9% și 0,3% în anul 2013 și între 0,2% și 2,2% în anul 2014.

Se estimează că inflația IAPC în zona euro va scădea în cadrul orizontului de proiecție. Rata medie a inflației IAPC totale se va plasa la aproximativ 2,5% în anul 2012, între 1,1% și 2,1% în anul 2013 și între 0,6% și 2,2% în anul 2014. Se anticipează că această scădere va fi determinată de o decelerare a dinamicii componentelor energie și alimente, pe seama reducerii prețurilor materiilor prime. Conform proiecțiilor, inflația IAPC, exclusiv alimente și produse energetice, se va menține, în linii mari, stabilă în cadrul orizontului de proiecție.

<sup>1</sup> Proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului sunt elaborate în comun de către experții BCE și cei ai BCN din zona euro. Acestea reprezintă o contribuție semestrială la evaluarea privind evoluțiile economice și riscurile la adresa stabilității prețurilor realizată de Consiliul guvernatorilor. Mai multe detalii cu privire la procedurile și metodele utilizate sunt prezentate în documentul *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, BCE, iunie 2011, disponibil pe *website*-ul BCE. În vederea evidențierii incertitudinilor asociate acestor proiecții, rezultatele aferente fiecărei variabile sunt prezentate ca intervale de variație, care se calculează pe baza diferențelor dintre rezultatele efective și proiecțiile anterioare elaborate într-un anumit număr de ani. Amplitudinea acestor intervale este egală cu dublul valorii absolute medii a acestor diferențe. Metoda utilizată, care include și o ajustare în cazul producerii unor evenimente excepționale, este prezentată în publicația *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, BCE, decembrie 2009, disponibilă pe *website*-ul BCE.

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

Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței până la data de referință de 15 noiembrie 2012. Ipoteza privind ratele dobânzilor pe termen scurt are un caracter pur tehnic. Aceste variabile se bazează pe EURIBOR la 3 luni, anticipațiile pieței fiind derivate din ratele dobânzilor *futures*. Conform acestei metodologii, ratele dobânzilor pe termen scurt se vor situa, în medie, la 0,6% în anul 2012, la 0,2% în anul 2013 și la 0,3% în anul 2014. Anticipațiile pieței cu privire la randamentele nominale ale titlurilor de stat din zona euro cu scadența la 10 ani indică un nivel mediu de 3,8% în anul 2012, de 3,6% în anul 2013 și de 4,0% în anul 2014. Ca o reflectare a traiectoriei ratelor dobânzilor pe piața contractelor *forward* și a transmiterii treptate a modificărilor ratelor dobânzilor de pe piața interbancară la nivelul ratelor dobânzilor active, se preconizează că ratele dobânzilor atât la creditele bancare pe termen scurt, cât și la cele pe termen lung vor atinge un nivel minim în anul 2013 și, ulterior, vor crește treptat. Potrivit estimărilor, condițiile de creditare vor avea un impact negativ asupra activității economice din zona euro în anii 2012 și 2013 și o influență relativ neutră în anul 2014. Referitor la prețurile materiilor prime, în funcție de traiectoria indusă de piețele *futures* în perioada de două săptămâni încheiată la data de referință, se anticipează că prețul țițeiului Brent va atinge o valoare medie de 111,7 USD/baril în anul 2012, de 105,0 USD/baril în anul 2013 și de 100,5 USD/baril în anul 2014. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor reduce cu 7,5% în anul 2012 și cu 1,5% în anul 2013, urmând a se majora cu 3,3% în anul 2014<sup>1</sup>.

În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se preconizează că acestea vor rămâne neschimbate pe parcursul orizontului de proiecție, la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni încheiată la data de referință. Această ipoteză implică un curs de schimb de 1,28 USD/EUR pe parcursul orizontului de proiecție. Se prognozează o depreciere a cursului de schimb mediu efectiv al euro cu 5,5% în anul 2012 și cu 0,9% în anul 2013.

Ipotezele privind politica fiscală se bazează pe programele bugetare naționale ale tuturor țărilor din zona euro, disponibile la data de 23 noiembrie 2012. Acestea includ toate măsurile deja aprobate de parlamentele naționale sau care au fost prezentate în detaliu de către autoritățile guvernamentale și care au o probabilitate ridicată de a fi adoptate în cadrul procesului legislativ.

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

## CONTEXTUL INTERNAȚIONAL

Dinamica PIB real mondial (exceptând zona euro) este proiectată să se accelereze treptat, de la 3,7% în anul 2012 la 3,8% în anul 2013 și la 4,5% în anul 2014. După pierderea de ritm înregistrată de creșterea economică în trimestrul II 2012, datele recente privind PIB în unele regiuni indică o intensificare modestă a activității economice mondiale către sfârșitul anului. Pe termen mediu, se preconizează că ritmul de creștere a economiei mondiale va fi temperat de reechilibrări sectoriale limitate la nivelul economiilor dezvoltate și de necesitatea de a continua procesul de remediere a bilanșurilor atât în sectorul public, cât și în cel privat din respectivele economii. În pofida progreselor înregistrate în unele sectoare, în special pe piața imobiliară din SUA, nivelurile datoriei se mențin ridicate în mai multe economii dezvoltate importante. Pe piețele emergente, ritmul de creștere economică s-a moderat, ca urmare a cererii externe mai scăzute și a efectelor exercitate de înăsprirea anterioară a politicilor. Se estimează că relaxarea politicii monetare din ultimele luni, dublată de măsurile de stimulare fiscală adoptate în unele țări și de condițiile financiare îmbunătățite, va susține redresarea treptată a creșterii în economiile emergente. Pe termen scurt, se anticipează că schimburile comerciale internaționale vor fi reduse, urmând a se intensifica treptat pe parcursul anului următor. Conform estimărilor, ritmul anual de creștere a cererii externe în zona euro se va situa la 3,4% în anul 2012, la 3,7% în anul 2013 și la 6,8% în anul 2014.

## PROIECȚII PRIVIND CREȘTEREA PIB REAL

PIB real în zona euro a înregistrat o scădere de 0,1% în trimestrul III 2012, după contracția cu 0,2% din trimestrul anterior și stagnarea din trimestrul I. Cererea internă s-a redus pe parcursul primelor trei trimestre ale anului 2012. Consumul privat s-a diminuat, reflectând scăderea venitului real disponibil. În plus, în contextul tensiunilor de pe piețele financiare din zona euro și al creșterii șomajului, încrederea fragilă a consumatorilor pare să fi împiedicat manifestarea mai pronunțată a fenomenului de uniformizare intertemporală a consumului (*consumption smoothing*). Gradul redus de utilizare a capacităților de producție și scăderea acestuia, deteriorarea perspectivelor cererii, nivelul sporit de incertitudine și condițiile nefavorabile de creditare din unele țări au afectat investițiile corporative. În primele trei trimestre ale anului 2012, exporturile nete au avut o contribuție pozitivă la creșterea economică, deși aceasta s-a datorat, în cea mai mare parte, temperării dinamicii importurilor. Având în vedere impactul nefavorabil exercitat în continuare de acești factori, se preconizează că PIB real va continua să scadă pe termen scurt.

Privind în perspectivă, în ipoteza în care tensiunile de pe piețele financiare nu se vor reintensifica, se estimează că dinamica PIB real în zona euro se va stabili în semestrul I 2013, urmând ca aceasta să se redreseze treptat ulterior. În anul 2013, este

probabil ca o intensificare progresivă a dinamicii exporturilor, susținută de evoluția cererii externe și de un nivel îmbunătățit al competitivității, să asigure o contribuție pozitivă la creșterea PIB real, ținând seama de faptul că importurile se vor menține la un nivel modest în contextul cererii globale reduse. De asemenea, se preconizează că redresarea PIB real va fi susținută de impactul favorabil exercitat de orientarea acomodativă a politicii monetare asupra cererii interne private, precum și de cel exercitat de scăderea ratelor inflației, pe fondul prețurilor mai scăzute ale alimentelor și materiilor prime, asupra venitului disponibil real. Cu toate acestea, se estimează că efectele nefavorabile asupra cererii interne ale incertitudinilor sporite, ale consolidării fiscale și ale necesității persistente de reducere a gradului de îndatorare în unele țări se vor diminua doar treptat pe parcursul orizontului de proiecție. Pe ansamblu, redresarea proiectată va fi în continuare modestă în raport cu standardele istorice. În termeni anuali, se anticipează că PIB real în zona euro va înregistra o creștere medie cuprinsă între -0,6% și -0,4% în anul 2012, între -0,9% și 0,3% în anul 2013 și între 0,2% și 2,2% în anul 2014.

La o analiză mai detaliată, se preconizează că dinamica exporturilor în afara zonei euro va fi redusă în semestrul II 2012 și se va intensifica ulterior, reflectând consolidarea treptată a cererii externe. După creșterea recentă a cotelor de piață ale exporturilor zonei euro, acestea sunt estimate să scadă ușor în anii 2013 și 2014, reluându-și tendința descendentă pe termen lung. Se anticipează că exporturile în interiorul zonei euro vor înregistra o majorare mult mai lentă decât cele în afara zonei euro, pe fondul nivelului relativ scăzut al cererii interne în zona euro.

Se estimează că, pe termen scurt, investițiile private în obiective nerezidențiale din zona euro vor consemna un declin puternic, pe fondul incertitudinilor sporite, al nivelului scăzut al încrederii sectorului corporativ, al gradului redus de utilizare a capacităților de producție, al perspectivelor modeste ale cererii și al condițiilor nefavorabile de creditare din unele țări. Se preconizează că acestea își vor relua creșterea ulterior, pe parcursul orizontului de proiecție, fiind susținute de consolidarea cererii interne și externe, de nivelul foarte scăzut al ratelor dobânzilor și de ameliorarea marjelor de profit. Este probabil ca restructurarea bilanțieră în curs, incertitudinile privind tensiunile de pe piețele financiare din zona euro și condițiile financiare nefavorabile din unele țări ale zonei euro să limiteze în continuare redresarea prognozată a investițiilor corporative în cadrul orizontului de proiecție. Investițiile în obiective rezidențiale sunt estimate să înregistreze o scădere pe întregul orizont de proiecție, ca urmare a creșterii modeste a veniturilor disponibile, a încrederii fragile a consumatorilor și, posibil, a noilor ajustări pe piețele imobiliare în unele țări. Se anticipează că efectele nefavorabile menționate vor fi preponderente, compensând pe deplin atractivitatea relativă a investițiilor imobiliare din alte țări, în care investițiile în obiective rezidențiale sunt susținute de nivelurile minime istorice ale ratelor dobânzilor la creditele ipotecare. Conform estimărilor, investițiile publice se vor reduce până la sfârșitul anului 2014, ca urmare a măsurilor de consolidare fiscală din mai multe țări din zona euro.

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

	2011	2012	2013	2014
IAPC <sup>2</sup>	2,7	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
PIB real	1,5	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
Consumul privat	0,1	-1,2 – -1,0	-1,1 – -0,1	-0,4 – 1,4
Consumul administrațiilor publice	-0,2	-0,6 – 0,2	-1,2 – 0,0	-0,4 – 1,2
Formarea brută de capital fix	1,6	-4,2 – -3,4	-4,2 – -1,0	-1,0 – 3,6
Exportul de bunuri și servicii	6,5	2,1 – 3,7	-0,4 – 5,0	2,0 – 8,6
Importul de bunuri și servicii	4,3	-1,1 – 0,3	-1,7 – 3,7	1,7 – 7,7

Pe termen scurt, se estimează diminuarea în continuare a consumului privat, evoluție care reflectă un declin pronunțat al venitului real disponibil, compensat numai parțial de o scădere puternică temporară a ratei de economisire, pe fondul tentativelor populației de uniformizare intertemporală a consumului. Scăderea venitului disponibil real reflectă reducerea considerabilă a gradului de ocupare a forței de muncă și majorarea prețurilor de consum, care o depășește pe cea a remunerării nominale pe salariat, măsurile de consolidare fiscală din unele țări din zona euro și nivelul scăzut al altor venituri decât cele din muncă. Pe parcursul anului 2013, se anticipează o stabilizare a consumului privat, reflectând redresarea moderată a venitului disponibil real, în contextul estompării treptate a efectelor nefavorabile exercitate de consolidarea fiscală și de măsurile de reducere a numărului de angajați, dar și al atenuării presiunilor generate de prețurile materiilor prime asupra veniturilor reale. În anul 2014, consumul privat va consemna o redinamizare moderată, pe fondul unei creșteri a veniturilor din muncă, în contextul ameliorării condițiilor pe piața forței de muncă. Totuși, o creștere graduală a ratei de economisire de la începutul anului 2013, care va reflecta condițiile nefavorabile de pe piața forței de muncă și o corecție a comportamentului anterior al populației de uniformizare intertemporală a consumului, este estimată să limiteze procesul de revigorare a consumului privat. Proiecțiile privind consumul administrațiilor publice indică scăderi ale acestuia în anii 2012 și 2013, având în vedere eforturile de consolidare fiscală, urmate de o creștere modestă în anul 2014.

Se estimează că importurile din afara zonei euro s-au restrâns în semestrul II 2012, dar că își vor relua creșterea în cursul anului 2013, deși aceasta va fi încă limitată de nivelul scăzut al cererii. Ca urmare a dinamizării exporturilor, însoțită de evoluții modeste la

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Intervalul zero raportat pentru anul 2012 este datorat rotunjirilor.

nivelul importurilor, se anticipează că cererea externă netă va avea o contribuție pozitivă la dinamica PIB în cadrul orizontului de proiecție.

Potrivit estimărilor, evoluția modestă a activității economice din ultimii ani a exercitat un impact nefavorabil asupra creșterii potențiale, deși amploarea exactă a acestuia rămâne deosebit de incertă. Este probabil ca persistența unei nivel redus al gradului de ocupare a forței de muncă și al investițiilor să limiteze în continuare dinamica PIB potențial. Ținând seama de perspectivele nefavorabile asociate creșterii PIB real, se estimează că deviația negativă a PIB se va amplifica în anii 2012 și 2013, urmând să se îngusteze ușor în anul 2014.

## PROIECȚII PRIVIND PREȚURILE ȘI COSTURILE

Se anticipează că rata inflației IAPC totale va scădea de la un nivel mediu de aproximativ 2,5% în anul 2012 la valori cuprinse între 1,1% și 2,1% în anul 2013 și între 0,6% și 2,2% în anul 2014. Scăderea ratelor inflației în anul 2013 reflectă, în principal, decelerarea puternică proiectată a dinamicii prețurilor energiei și, într-o măsură mai mică, a dinamicii prețurilor alimentelor. Atenuarea inflației componentei „energie” se datorează, în cea mai mare parte, estompării anticipate a impactului majorărilor anterioare ale prețurilor petrolului și scăderii treptate preconizate a prețurilor petrolului pe parcursul orizontului de proiecție. În mod similar, temperarea inflației componentei „alimente” reflectă ipoteza unei evoluții relativ moderate a prețurilor materiilor prime alimentare la nivel european și internațional în cadrul orizontului de proiecție, precum și diminuarea impactului majorărilor recente ale acestora. În schimb, proiecția privind inflația IAPC, exclusiv alimente și energie, indică faptul că aceasta se va menține, în linii mari, stabilă. Absența aparentă a unui comportament ciclic al acestei măsuri a inflației reflectă evoluții cu impact divergent ale factorilor determinanți. Se estimează că, în anii 2012 și 2013, majorările impozitelor indirecte și ale prețurilor administrate vor exercita presiuni în sensul creșterii asupra inflației, compensând presiunile în sensul scăderii exercitate de cererea internă scăzută. Potrivit proiecției, în anul 2014, impactul creșterilor impozitelor va fi redus – reflectând parțial volumul scăzut de informații disponibile în prezent pentru anul respectiv –, în timp ce restrângerea treptată a deviației PIB, pe fondul revigorării activității economice, ar trebui să limiteze majorările prețurilor într-o măsură mai mică.

În ultimele luni, presiunile inflaționiste externe s-au amplificat ușor, pe seama majorărilor prețurilor materiilor prime alimentare și ale petrolului. Întrucât se anticipează că prețurile materiilor prime vor scădea în cadrul orizontului de proiecție, se preconizează decelerarea puternică a ritmului mediu anual de creștere a prețurilor la import în anul 2013 și, în

continuare, în anul 2014. Analizând presiunile inflaționiste interne, se estimează că ritmul anual de creștere a remunerării pe salariat se va menține la un nivel, în general, stabil în anii 2013 și 2014. Ritmul de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă este proiectat să se accelereze în anul 2012 și să se mențină ridicat în anul 2013, ca urmare a creșterii într-un ritm superior a salariilor față de productivitate, iar în anul 2014 se anticipează o scădere datorată unei creșteri ciclice a productivității. Se estimează că marjele de profit vor scădea în anul 2012 și, în continuare, în 2013, evoluție care va amortiza creșterea puternică a costurilor unitare cu forța de muncă în contextul unei cereri scăzute. Ulterior, se așteaptă ca scăderea costurilor unitare cu forța de muncă și ameliorarea condițiilor economice să favorizeze redresarea marjelor de profit.

## COMPARAȚIE CU PROIECȚIILE DIN LUNA SEPTEMBRIE 2012

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE publicate în Buletinul lunar – septembrie 2012, limita superioară a intervalului de variație pentru creșterea PIB real în anul 2012 a fost revizuită în sens descendent pentru a reflecta perspectivele mai nefavorabile pe termen scurt. De asemenea, intervalul de variație pentru creșterea PIB real în anul 2013 a fost revizuit în sens descendent, reflectând impactul exercitat asupra cererii interne de eforturile suplimentare de consolidare fiscală din unele țări din zona euro, precum și impactul nefavorabil al nivelului mai scăzut al cererii externe asupra dinamicii exporturilor. Totodată, proiecția cuprinde o evaluare mai nefavorabilă a efectelor produse de incertitudinile sporite asociate tensiunilor de pe piețele financiare din zona euro asupra cererii interne și, în special, asupra formării de capital fix. În privința inflației IAPC, intervalul de variație asociat proiecției pentru anul 2012 s-a îngustat, iar cel pentru anul 2013 a fost revizuit în sens descendent, reflectând aprecierea anterioară a monedei euro și prețurile mai scăzute în dolari SUA ale petrolului.

**Tabel 2 Comparatie cu proiecțiile din luna septembrie 2012**

(variații procentuale anuale medii)

	2012	2013
PIB real – septembrie 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
PIB real – decembrie 2012	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3
IAPC – septembrie 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5
IAPC – decembrie 2012	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1



## Caseta 2

### PROGNOZELE ALTOR INSTITUȚII

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

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

(variații procentuale anuale medii)

	Data publicării	Creșterea PIB			Inflația IAPC		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014
FMI	octombrie 2012	-0,4	0,2	1,2	2,3	1,6	1,4
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză ( <i>Survey of Professional Forecasters</i> )	noiembrie 2012	-0,5	0,3	1,3	2,5	1,9	1,9
Previziunile <i>Consensus Economics</i>	noiembrie 2012	-0,5	0,0	1,2	2,5	1,9	1,7
Barometrul zonei euro	noiembrie 2012	-0,5	0,1	1,3	2,5	1,9	1,9
OCDE	noiembrie 2012	-0,4	-0,1	1,3	2,4	1,6	1,2
Comisia Europeană	noiembrie 2012	-0,4	0,1	1,4	2,5	1,8	1,6
Proiecțiile experților Eurosistemului	decembrie 2012	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2

Sursa: Prognoze economice ale Comisiei Europene, toamna anului 2012; *IMF World Economic Outlook*, octombrie 2012; *OECD Economic Outlook*, noiembrie 2012; previziunile *Consensus Economics Forecasts*; *MJEconomics* și Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*).

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

Conform prognozelor puse în prezent la dispoziție de alte instituții, PIB real în zona euro se va reduce cu valori cuprinse între 0,4% și 0,5% în anul 2012, niveluri care se încadrează în intervalul de variație prevăzut în proiecțiile experților Eurosistemului. În anul 2013, proiecțiile indică o creștere a PIB real cuprinsă între -0,1% și +0,3%, niveluri care se încadrează, de asemenea, în partea superioară a intervalului de variație menționat în proiecțiile experților Eurosistemului. Pentru anul 2014, proiecțiile indică o creștere a PIB real cuprinsă între 1,2% și 1,4%, niveluri care se încadrează în intervalul de variație precizat în proiecțiile experților Eurosistemului.

În ceea ce privește inflația, prognozele puse la dispoziție de alte instituții relevă o rată medie a inflației IAPC cuprinsă între 2,3% și 2,5% în anul 2012, niveluri aflate ușor sub cel indicat în proiecțiile experților Eurosistemului. În anii 2013 și 2014, se anticipează că inflația IAPC se va situa, în medie, între 1,6% și 1,9% și, respectiv, între 1,2% și 1,9%, valori care se încadrează, pentru ambii ani, în intervalul de variație menționat în proiecțiile experților Eurosistemului.

© Banca Centrală Europeană, 2012

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

Toate drepturile rezervate.

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