



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

EDITORIAL

Pe baza analizelor economice și monetare periodice, Consiliul guvernatorilor BCE a hotărât, în ședința din data de 6 iunie 2013, ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână neschimbate. Informațiile noi au confirmat evaluarea care a condus la reducerea ratelor dobânzilor la începutul lunii mai. Se anticipează că presiunile asupra prețurilor în zona euro se vor menține scăzute pe termen mediu. În aceste condiții, dinamica masei monetare și, în special, cea a creditului rămân modeste. Anticipațiile privind inflația pe termen mediu în zona euro sunt în continuare ferm ancorate la niveluri compatibile cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2%. Totodată, datele recente din sondaje referitoare la sentimentul economic au indicat o relativă ameliorare, comparativ cu nivelurile scăzute anterioare. Orientarea acomodativă a politicii monetare, precum și îmbunătățirea semnificativă a situației pe piețele financiare începând cu jumătatea anului 2012 ar trebui să contribuie la susținerea perspectivelor de redresare economică spre sfârșitul anului 2013. În acest context general, orientarea politicii monetare va rămâne acomodativă atât timp cât va fi necesar. În perioada următoare, Consiliul guvernatorilor va monitoriza cu deosebită atenție toate informațiile noi privind evoluțiile economice și monetare și va evalua orice impact asupra perspectivelor privind stabilitatea prețurilor.

În ceea ce privește analiza economică, PIB real s-a contractat cu 0,2% în trimestrul I 2013, după o scădere de 0,6% consemnată în trimestrul IV 2012. Astfel, producția s-a restrâns pe parcursul a șase trimestre consecutive, condițiile pe piața forței de muncă menținându-se nefavorabile. Evoluțiile recente relevate de datele din sondaje referitoare la sentimentul economic au indicat o relativă ameliorare, comparativ cu nivelurile scăzute anterioare. Privind în perspectivă, către finele anului 2013 și în 2014, dinamica exporturilor zonei euro ar trebui să beneficieze de redresarea cererii la nivel mondial, iar cererea internă ar trebui să fie susținută de orientarea acomodativă a politicii monetare și de creșterea recentă înregistrată de venitul real ca urmare a ieftinirii petrolului și, în general, a inflației mai scăzute. De asemenea, îmbunătățirea semnificativă a situației pe piețele financiare începând cu vara anului 2012, precum și progresele înregistrate în procesul de consolidare fiscală ar trebui să se propage la nivelul economiei reale. Totodată, ajustările bilanțiere necesare încă în sectorul public și în cel privat vor continua să afecteze activitatea economică. Pe ansamblu, activitatea economică din zona euro ar trebui să se stabilizeze și să se redreseze pe parcursul anului, deși într-un ritm moderat.

Această evaluare este reflectată și de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna iunie 2013, care anticipează că PIB real va scădea în termeni anuali cu 0,6% în anul 2013 și va crește cu 1,1% în anul 2014. Comparativ cu

proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna martie 2013, proiecția pentru anul 2013 a fost revizuită marginal în sens descendent, reflectând, în mare parte, luarea în calcul a celor mai recente date privind PIB. Pentru anul 2014 datele au fost revizuite ușor în sens ascendent.

Consiliul guvernatorilor anticipează în continuare riscuri în sensul scăderii la adresa perspectivelor economice pentru zona euro. Acestea se referă, între altele, la posibilitatea înregistrării unor niveluri mai reduse decât cele anticipate ale cererii interne și ale celei externe și implementarea lentă sau insuficientă a reformelor structurale în țările din zona euro.

Conform estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a situat la 1,4% în luna mai 2013, în creștere de la 1,2% în luna aprilie. Acest avans s-a datorat, în special, revirimentului înregistrat de prețurile serviciilor ca urmare a dispărării efectului asociat sărbătorilor pascale, precum și majorării prețurilor alimentelor. În general, după cum s-a menționat în luna anterioară, se anticipează că ratele anuale ale inflației vor consemna un anumit grad de volatilitate pe parcursul anului, în special ca urmare a efectelor de bază aferente evoluțiilor consemnate de prețurile produselor energetice și ale alimentelor cu 12 luni în urmă. Făcând abstracție de această volatilitate, se preconizează menținerea la un nivel scăzut a presiunilor asupra prețurilor pe termen mediu, reflectând gradul redus de utilizare a capacităților de producție și ritmul modest de redresare economică. Pe termen mediu, anticipațiile privind inflația se mențin ferm ancorate la niveluri compatibile cu stabilitatea prețurilor.

Această evaluare este reflectată și de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna iunie 2013, care anticipează că rata anuală a inflației IAPC se va situa la 1,4% în anul 2013 și, respectiv, la 1,3% în anul 2014. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna martie 2013, proiecția privind inflația pentru anul 2013 a fost revizuită în sens descendent, reflectând îndeosebi scăderea prețurilor petrolului, în timp ce proiecția pentru anul 2014 rămâne nemodificată.

Conform evaluării Consiliului guvernatorilor, balanța riscurilor la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor se menține, în general, echilibrată pe termen mediu. Riscurile în sensul creșterii derivă din majorările peste așteptări ale prețurilor administrate și ale impozitelor indirecte, precum și din scumpirea materiilor prime, iar cele în sensul scăderii sunt asociate unei dinamici mai lente a activității economice.

În ceea ce privește analiza monetară, datele recente confirmă menținerea unui ritm modest al expansiunii masei monetare și, în special, a creditului. Dinamica anuală a masei monetare în sens larg (M3) s-a accelerat până la 3,2% în luna aprilie, față de 2,6% în luna martie, în principal datorită unui efect de bază și unor factori conjuncturali. Aceiași factori

au influențat ritmul anual de creștere a agregatului monetar în sens restrâns (M1), care a avansat de la 7,1% în luna martie la 8,7% în luna aprilie.

Dinamica împrumuturilor acordate sectorului privat a fost în continuare scăzută. Ritmurile anuale de creștere a împrumuturilor acordate populației (date ajustate cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare) s-au menținut la 0,3% în luna aprilie, nivel nemodificat, în linii mari, de la începutul anului. Dinamica anuală negativă a împrumuturilor acordate societăților nefinanciare (date ajustate cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare) s-a accelerat de la -1,3% în luna martie la -1,9% în luna aprilie. Această evoluție a fost generată îndeosebi de operațiunile de răscumpărare netă a împrumuturilor pe termen scurt, care ar putea reflecta cererea redusă de capital circulant, pe fondul numărului scăzut de comenzi consemnat la începutul primăverii. Dintr-o perspectivă mai amplă, evoluția modestă a împrumuturilor continuă să reflecte, în principal, stadiul actual al ciclului economic, nivelul crescut al riscului de credit și ajustarea în continuare a bilanțurilor în sectorul financiar și cel nefinanciar.

Pentru a asigura transmisia corespunzătoare a măsurilor de politică monetară la nivelul condițiilor de finanțare în țările din zona euro, este esențial ca fragmentarea piețelor creditului din zona euro să se diminueze în continuare și ca rezistența băncilor la șocuri să se consolideze, în cazul în care este necesar. Începând cu vara anului 2012, au fost înregistrate progrese în ceea ce privește îmbunătățirea situației finanțării băncilor, consolidarea volumului de depozite la nivel național în țările aflate în dificultate și reducerea dependenței de Eurosistem, reflectată de rambursările aferente ORTL cu scadența la trei ani. Adoptarea în continuare de măsuri ferme pentru crearea unei uniuni bancare va contribui la îndeplinirea acestui obiectiv. Mai precis, Consiliul guvernatorilor subliniază faptul că viitorul mecanism unic de supraveghere și un mecanism de rezoluție unic constituie elemente esențiale în direcția reintegrării sistemului bancar și, prin urmare, necesită o implementare rapidă.

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.

Referitor la consolidarea fiscală și la reformele structurale, Consiliul guvernatorilor apreciază progresele înregistrate și încurajează guvernele să întreprindă în continuare eforturi susținute. Este esențial ca țările din zona euro să nu își reducă eforturile în vederea diminuării deficitelor bugetare. Noul cadru european de guvernare privind politicile fiscale și economice ar trebui aplicat cu fermitate. În acest sens, Consiliul guvernatorilor consideră că este foarte important ca deciziile adoptate de Consiliul UE privind extinderea intervalului de timp acordat pentru corectarea deficitelor bugetare excesive să fie în continuare rezervate unor situații excepționale. Totodată, este necesar să se continue, după caz, adoptarea de măsuri legislative sau implementarea promptă de reforme structurale.

Acestea din urmă ar trebui să vizeze, în special, competitivitatea și capacitățile de ajustare pe piețele forței de muncă și pe cele ale bunurilor și serviciilor, contribuind astfel la crearea de oportunități de angajare într-un context grevat de niveluri inacceptabil de ridicate ale șomajului, îndeosebi în rândul lucrătorilor tineri, înregistrate în mai multe țări. Adoptarea de măsuri conjugate pe plan fiscal și structural ar trebui să determine efecte reciproc potențatoare la nivelul sustenabilității fiscale și al potențialului de creștere economică și, implicit, să stimuleze crearea de locuri de muncă pe baze durabile.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

REZUMATELE CAPITOLELOR DIN BULETINUL LUNAR AL BCE, IUNIE 2013

EVOLUȚII ECONOMICE ȘI MONETARE

1. MEDIUL EXTERN AL ZONEI EURO

Redresarea globală se menține modestă, diferită de la o regiune la alta și fragilă. Indicatorii din sondaje par să se fi stabilizat, în pofida unei relative slăbiri a încrederii în ultima vreme, ceea ce sugerează că este posibilă o redresare lentă a economiei mondiale. În majoritatea țărilor dezvoltate mari din afara zonei euro, economia continuă să se redreseze în ritm moderat, dar o serie de factori vor limita în continuare perspectiva creșterii pe termen mediu. În economiile de piață emergente, ritmul de creștere a PIB a înregistrat o ușoară decelerare la începutul anului, fiind așteptată însă o nouă intensificare în cursul anului 2013. În consecință, se anticipează că aceste economii vor avea o contribuție semnificativă la continuarea creșterii globale. Totodată, schimburile comerciale internaționale s-au menținut la un nivel modest, deși indicatorii din sondaje continuă să semnaleze o redresare treptată. În ceea ce privește prețurile de consum, inflația și-a reluat trendul descrescător în țările dezvoltate, în timp ce pe piețele emergente evoluțiile au avut un caracter mai eterogen.

2. EVOLUȚII MONETARE ȘI FINANCIARE

2.1. Moneda și creditele acordate de IFM

Dinamica anuală a masei monetare în sens larg s-a temperat în trimestrul I 2013 și ulterior a consemnat o relativă intensificare în luna aprilie comparativ cu luna martie, datorată însă în principal unor efecte de bază. Totodată, au existat semne de reducere a fragmentării piețelor financiare din zona euro, deși acest fenomen a fost în continuare semnificativ. Îmbunătățirea condițiilor de finanțare a băncilor, persistența intrărilor de capital din partea investitorilor nerezidenți și realocarea fondurilor către țările din zona euro aflate în dificultate au contribuit la diminuarea fragmentării și au facilitat reducerea considerabilă a surplusului de lichiditate furnizată de banca centrală. În același timp, ameliorarea condițiilor pe piețele financiare și a celor de finanțare bancară nu au condus încă la majorarea volumului împrumuturilor acordate sectorului privat nefinanciar. Pe de o parte, dinamica împrumuturilor acordate sectorului privat a înregistrat o stabilizare în trimestrul I 2013. Pe de altă parte însă, luna aprilie a consemnat o scădere suplimentară a

volumului împrumuturilor acordate societăților nefinanciare. Această diminuare a avut un caracter generalizat atât la nivelul structurii pe scadențe, cât și al distribuției geografice.

2.2. Plasamente financiare ale sectoarelor nefinanciare și ale investitorilor instituționali

Dinamica anuală a plasamentelor financiare efectuate de sectoarele nefinanciare s-a accelerat marginal până la 2,5% în trimestrul IV 2012, pe fondul persistenței activității economice modeste. Ritmul anual de creștere a plasamentelor financiare realizate de societățile de asigurări și de fondurile de pensii s-a intensificat până la 3,6% în trimestrul IV 2012, în contextul unei relative atenuări a incertitudinilor pe piețele financiare. Fondurile de investiții au consemnat în continuare un influx semnificativ în trimestrul I 2013, caracterizându-se printr-o distribuție relativ echilibrată a fluxurilor la nivelul principalelor tipuri ale acestora.

2.3. Ratele dobânzilor pe piața monetară

Ratele dobânzilor pe piața monetară au rămas practic nemodificate de la începutul lunii martie și până la data de 2 mai, când a fost anunțată cea mai recentă reducere a ratei dobânzii la operațiunile principale de refinanțare, ceea ce a determinat o ușoară diminuare a ratelor dobânzilor pe piața monetară. EONIA s-a majorat marginal în perioada analizată, deși a continuat să înregistreze niveluri scăzute, reflectând minimele istorice consemnate de ratele dobânzilor reprezentative ale BCE, precum și volumele semnificative, deși în scădere, ale surplusului de lichiditate de pe piața monetară *overnight*.

2.4. Piața obligațiunilor

În intervalul cuprins între finele lunii februarie și începutul lunii iunie 2013, randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung cotate AAA din zona euro au manifestat mai întâi o tendință de scădere în lunile martie și aprilie, determinată de sporirea temerilor participanților pe piață referitoare la perspectivele economice pe termen scurt, apoi s-au repliat, revenind la nivelurile inițiale și atingând aproximativ 1,8% la sfârșitul perioadei analizate. Evoluțiile din Statele Unite le-au reflectat, în mare măsură, pe cele din zona euro, deși randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung au înregistrat o creștere mai accentuată la finele intervalului analizat, avansând cu 30 de puncte de bază până la circa 2,1%. În zona euro, diferențialele față de randamentele aferente obligațiunilor de stat germane au consemnat în luna martie o tendință de majorare, pe seama incertitudinilor din unele țări, apoi s-au re poziționat, la sfârșitul perioadei analizate, la nivelurile inițiale sau, în unele cazuri, chiar la niveluri inferioare. Incertitudinile cu privire la evoluțiile viitoare de pe piețele obligațiunilor, măsurate pe baza volatilității

implicite a acestor piețe, s-au diminuat în zona euro la începutul lunii mai, dar s-au amplificat la finalul perioadei analizate. Volatilitatea implicită a pieței obligațiunilor din Statele Unite a consemnat evoluții similare. Indicatorii de piață semnalează în continuare menținerea anticipațiilor privind inflația pe termen mediu și lung la niveluri pe deplin compatibile cu stabilitatea prețurilor.

2.5. Piața acțiunilor

În intervalul cuprins între finele lunii februarie și data de 5 iunie 2013, cotațiile acțiunilor s-au majorat cu aproximativ 3% în zona euro, respectiv cu 6% în Statele Unite. Într-un context marcat de o dinamică modestă a PIB real, cursurile acțiunilor din zona euro au fost în continuare determinate mai ales de reducerea incertitudinilor interne și de randamentele scăzute asociate altor active, cum sunt obligațiunile. În Statele Unite, evoluția prețurilor acțiunilor a fost susținută de indicii privind revigorarea activității economice și de rezultatele financiare ușor peste așteptări ale companiilor. Incertitudinile de pe piețele acțiunilor în zona euro, măsurate pe baza volatilității implicite, s-au diminuat ușor pe parcursul intervalului analizat. La începutul lunii iunie, acestea s-au situat în proximitatea mediei înregistrate începând cu semestrul II 2012.

2.6. Finanțarea și situația financiară a societăților nefinanciare

În perioada ianuarie-aprilie 2013, costul real de finanțare a societăților nefinanciare din zona euro s-a menținut stabil, în condițiile în care reducerea costurilor finanțării prin îndatorare pe piață și prin emisiuni de acțiuni a fost compensată de majorarea costurilor cu împrumuturile bancare. În ceea ce privește fluxurile financiare, volumul creditelor bancare contractate de societățile nefinanciare a continuat să se restrângă în intervalul ianuarie-aprilie 2013, într-un ritm anual similar celui consemnat la sfârșitul anului 2012. Comprimarea volumului de credite reflectă cu precădere condițiile restrictive de creditare în unele țări din zona euro și evoluția modestă a activității economice. Celui de-al doilea factor îi poate fi atribuită și încetinirea activității de emisiune a titlurilor de credit, care se menține însă la niveluri ridicate, datorită condițiilor de preț favorabile, precum și unei posibile substituiri a împrumuturilor bancare prin surse alternative de finanțare.

2.7. Finanțarea și situația financiară a sectorului gospodăriile populației

În trimestrul I 2013, condițiile de finanțare a gospodăriilor populației din zona euro au fost caracterizate de evoluții divergente ale ratelor dobânzilor active practicate de bănci, precum și de un grad semnificativ de eterogenitate la nivelul țărilor membre. Ritmul anual

de creștere a creditelor acordate populației de către IFM (ajustate cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare) s-a stabilizat la niveluri scăzute la începutul anului, plasându-se la 0,3% în luna aprilie 2013. Astfel, cele mai recente date disponibile continuă să indice evoluții modeste ale activității de creditare a gospodăriilor populației, reflectând parțial necesitatea ca, într-o serie de țări, acestea să-și reducă nivelul datoriilor. Cu toate acestea, se estimează că ponderea datoriei în venitul disponibil brut al gospodăriilor populației a continuat să se majoreze ușor în trimestrul I 2013, în contextul stagnării veniturilor și al creșterii marginale a datoriei. Totodată, povara cheltuielilor cu dobânzile la nivelul gospodăriilor populației s-a menținut, în linii mari, nemodificată.

3. PREȚURI ȘI COSTURI

Conform estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a situat la 1,4% în luna mai 2013, în creștere de la 1,2% în luna aprilie. Acest avans s-a datorat, în special, revirimentului înregistrat de prețurile serviciilor ca urmare a dispărării efectului asociat sărbătorilor pascale, precum și majorării prețurilor alimentelor. În general, după cum s-a menționat în luna anterioară, se anticipează că ratele anuale ale inflației vor consemna un anumit grad de volatilitate pe parcursul anului, în special ca urmare a efectelor de bază aferente evoluțiilor consemnate de prețurile produselor energetice și ale alimentelor cu 12 luni în urmă. Făcând abstracție de această volatilitate, se preconizează menținerea la un nivel scăzut a presiunilor asupra prețurilor pe termen mediu, reflectând gradul redus de utilizare a capacităților de producție și ritmul modest de redresare economică. Pe termen mediu, anticipațiile privind inflația se mențin ferm ancorate la niveluri compatibile cu stabilitatea prețurilor.

Această evaluare este reflectată și de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna iunie 2013, care anticipează că rata anuală a inflației IAPC se va situa la 1,4% în anul 2013 și, respectiv, la 1,3% în anul 2014. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna martie 2013, proiecția privind inflația pentru anul 2013 a fost revizuită în sens descendent, reflectând îndeosebi scăderea prețurilor petrolului, în timp ce proiecția pentru anul 2014 rămâne nemodificată. Balanța riscurilor la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor se menține, în general, echilibrată pe termen mediu.

4. PRODUCȚIA, CEREREA ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

PIB real s-a contractat cu 0,2% în trimestrul I 2013, după o scădere de 0,6% consemnată în trimestrul IV 2012. Astfel, producția s-a restrâns pe parcursul a șase trimestre consecutive, condițiile pe piața forței de muncă menținându-se nefavorabile. Evoluțiile

recente relevate de datele din sondaje referitoare la sentimentul economic au indicat o relativă ameliorare, comparativ cu nivelurile scăzute anterioare. Privind în perspectivă, către finele anului 2013 și în 2014, dinamica exporturilor zonei euro ar trebui să beneficieze de redresarea cererii la nivel mondial, iar cererea internă ar trebui să fie susținută de orientarea acomodativă a politicii monetare și de creșterea recentă înregistrată de venitul real ca urmare a ieftinirii petrolului și, în general, a inflației mai scăzute. De asemenea, îmbunătățirea semnificativă a situației pe piețele financiare începând cu vara anului 2012, precum și progresele înregistrate în procesul de consolidare fiscală ar trebui să se propage la nivelul economiei reale. Totodată, ajustările bilanțiere necesare încă în sectorul public și în cel privat vor continua să afecteze activitatea economică. Pe ansamblu, activitatea economică din zona euro ar trebui să se stabilizeze și să se redreseze pe parcursul anului, deși într-un ritm moderat.

Această evaluare este reflectată și de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna iunie 2013, care anticipează că PIB real va scădea în termeni anuali cu 0,6% în anul 2013 și va crește cu 1,1% în anul 2014. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna martie 2013, proiecția pentru anul 2013 a fost revizuită marginal în sens descendent, reflectând, în mare parte, luarea în calcul a celor mai recente date privind PIB. Pentru anul 2014 datele au fost revizuite ușor în sens ascendent. Perspectivele economice pentru zona euro sunt în continuare grevate de riscuri în sensul scăderii.

5. EVOLUȚII FISCALE

Potrivit previziunilor economice de primăvară ale Comisiei Europene pentru anul 2013, deficitul bugetar în zona euro va continua să se reducă în anul curent și va rămâne relativ neschimbat în anul 2014, deși există diferențe semnificative între evoluțiile fiscale la nivel de țară. În pofida progreselor înregistrate în procesul de consolidare fiscală, îmbunătățirea în continuare a pozițiilor fiscale este necesară în vederea restabilirii finanțelor publice solide și sustenabile.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR EUROSISTEMULUI¹

Pe baza informațiilor disponibile până la data de 22 mai 2013, experții Eurosistemului au elaborat proiecțiile privind evoluțiile macroeconomice în zona euro². După o nouă scădere în trimestrul I 2013, se preconizează că PIB real se va redresa pe parcursul anului 2013, înregistrând o ușoară creștere în anul 2014. Se anticipează că revigorarea activității economice va fi susținută de impactul favorabil exercitat asupra exporturilor de expansiunea treptată a cererii externe. Cererea internă ar trebui, de asemenea, să crească în timp, inițial beneficiind îndeosebi de temperarea ritmurilor de creștere a prețurilor materiilor prime, care va susține evoluția veniturilor reale, precum și de orientarea acomodativă a politicii monetare. În anul 2014, cererea internă ar trebui, de asemenea, să beneficieze de progresele înregistrate în procesul de consolidare fiscală. Cu toate acestea, se preconizează că evoluțiile modeste pe piața forței de muncă și necesitatea continuării ajustării bilanțiere în sectorul privat în unele țări din zona euro vor afecta perspectivele pe termen mediu. Pe ansamblu, după scăderea de 0,5% consemnată în anul 2012, se anticipează că PIB real se va contracta cu 0,6% în 2013 și va crește cu 1,1% în 2014. Conform proiecțiilor, inflația IAPC în zona euro va scădea semnificativ, de la o rată medie de 2,5% în anul 2012 până la 1,4% în 2013 și 1,3% în 2014. Se preconizează că scăderea inițială va fi determinată în principal de o decelerare a dinamicii componentelor alimente și produse energetice, dar și de reducerea ușoară a inflației IAPC, exclusiv alimente și produse energetice, pe fondul activității economice modeste. Perspectivele stabile pe termen mediu reflectă efectele de sens contrar ale ieftinirii produselor energetice, pe de o parte și, pe de altă parte, ale reluării creșterii ușoare a prețurilor alimentelor și, pe fondul redresării economiei, ale intensificării presiunilor inflaționiste interne, deși într-un ritm moderat, întrucât gradul de utilizare a capacităților de producție se menține redus.

¹ La data de 2 mai 2013, Consiliul guvernatorilor a decis publicarea proiecțiilor sub formă de puncte centrale și intervale de variație. Se anticipează că publicarea punctelor centrale va spori gradul de transparență și va facilita în continuare comunicarea rezultatelor proiecțiilor, în timp ce intervalele de variație ar trebui considerate o modalitate de a evidenția incertitudinile asociate proiecțiilor. Intervalele de variație 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 pentru calcularea intervalelor de variație, care include și o ajustare în cazul producerii unor evenimente excepționale, este prezentată în publicația *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, decembrie 2009, disponibilă, de asemenea, pe *website*-ul BCE.

² Proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului sunt elaborate în comun de experții BCE și BCN din zona euro. Acestea reprezintă o contribuție semestrială la evaluarea Consiliului guvernatorilor privind evoluțiile economice și riscurile la adresa stabilității prețurilor. Mai multe detalii cu privire la procedurile și metodele utilizate sunt prezentate în documentul intitulat *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, BCE, iunie 2001, disponibil 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 în perioada încheiată la data de referință de 14 mai 2013. 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 0,2% 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 2,8% în anul 2013 și de 3,1% 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 atât ratele dobânzilor la creditele bancare pe termen scurt, cât și cele la creditele bancare pe termen lung vor atinge un nivel minim în semestrul II 2013 și, ulterior, vor crește treptat. 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 scădea de la 112,0 USD/baril în anul 2012 la 105,5 USD/baril în anul 2013 și la 100,0 USD/baril în anul 2014. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor reduce cu 5,6% în anul 2013, urmând a se majora cu 0,5% în anul 2014³.

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 1,31 EUR/USD în cadrul orizontului de proiecție, în creștere cu 1,8% față de anul 2012. Se prognozează o apreciere a cursului de schimb efectiv al euro cu 2,8% în anul 2013 și menținerea acestuia la același nivel în anul 2014.

Ipotezele privind politica fiscală se bazează pe programele bugetare naționale ale fiecărei țări din zona euro, disponibile la data de 22 mai 2013. 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.

³ Ipotezele privind prețurile petrolului și ale materiilor prime alimentare 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 I 2014, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială. Prețurile de producție din UE (exprimate în euro), care sunt utilizate, în prezent, pentru previziunile privind prețurile de consum ale alimentelor, sunt proiectate pe baza unui model econometric care ține cont de evoluțiile prețurilor materiilor prime alimentare pe piețele internaționale. Acesta reprezintă primul exercițiu de proiecție în care se utilizează astfel de ipoteze privind prețurile de producție din UE.

CONTEXTUL INTERNAȚIONAL

Dinamica PIB real mondial (exceptând zona euro) este proiectată să se accelereze treptat în cadrul orizontului de proiecție, de la 3,6% în anul 2013 (nivel similar celui din 2012) la 4,2% în anul 2014. De la începutul anului 2013, încrederea sectorului corporativ și condițiile pe piețele financiare mondiale s-au îmbunătățit, pe fondul diminuării unor riscuri majore, precum contracția puternică indusă de „prăpastia fiscală” în Statele Unite și aterizarea forțată a economiei în China. Cu toate acestea, declinul recent relevat de anumite sondaje a subliniat fragilitatea redresării economice la nivel mondial. Perspectivele pe termen mediu privind principalele economii dezvoltate sunt în continuare limitate de o serie de factori: în pofida înregistrării unor progrese în reechilibrarea datoriilor din sectorul privat, gradul de îndatorare a gospodăriilor populației se menține ridicat, iar necesitatea de consolidare fiscală rămâne stringentă în unele economii. Alte obstacole în calea creșterii (de exemplu, rata ridicată a șomajului) se disipează numai treptat. Totodată, potrivit proiecțiilor, creșterea economică în economiile emergente se va menține robustă, fiind susținută de expansiunea puternică a creditului. Multe dintre aceste economii se extind într-un ritm apropiat de potențial, constituind astfel un suport important pentru creșterea economică mondială. Se anticipează că schimburile comerciale internaționale se vor accelera treptat pe parcursul anului viitor. După nivelul de 3,6% consemnat în anul 2012, ritmul anual de creștere a cererii externe în zona euro se va accelera, conform proiecției actuale, cu 2,7% în anul 2013 și cu 5,6% în anul 2014.

PROIECȚII PRIVIND CREȘTEREA PIB REAL

PIB real în zona euro a înregistrat o scădere de 0,2% în trimestrul I 2013, reducându-se pentru al șaselea trimestru consecutiv. Cererea internă s-a restrâns în trimestrul I 2013, în principal ca urmare a scăderii semnificative a investițiilor, pe fondul încrederii reduse și al efectelor nefavorabile ale sezonului rece, în special asupra sectorului construcțiilor, cu precădere în Germania. Consumul privat a crescut ușor, în timp ce consumul administrațiilor publice a înregistrat o scădere relativă. Exporturile s-au redus în trimestrul I 2013, însă într-o măsură mai mică decât importurile, contribuția exportului net fiind astfel pozitivă.

Privind în perspectivă, se anticipează creșterea PIB real pe parcursul anului 2013 și intensificarea acesteia în anul 2014. Se preconizează că redresarea PIB real va fi susținută de impactul favorabil exercitat asupra exporturilor de creșterea treptată a cererii externe. Cererea internă ar trebui, de asemenea, să se accelereze în timp, fiind susținută inițial de disiparea efectelor condițiilor meteorologice nefavorabile din sezonul rece asupra activității economice, în special asupra sectorului construcțiilor în Germania. În plus, cererea internă ar trebui inițial să beneficieze îndeosebi de temperarea ritmurilor de creștere a prețurilor materiilor prime, care va susține evoluția veniturilor reale, precum și de orientarea acomodativă a politicii monetare. În anul 2014, cererea internă ar trebui,

de asemenea, să fie susținută de progresele înregistrate în procesul de consolidare fiscală. Cu toate acestea, se estimează că efectele nefavorabile asupra cererii interne, determinate de nivelurile încă scăzute ale încrederii consumatorilor și a sectorului corporativ, de evoluțiile modeste pe piața forței de muncă și de necesitatea de reducere în continuare a gradului de îndatorare în sectorul privat în unele țări, se vor diminua numai treptat în cadrul orizontului de proiecție.

Pe ansamblu, redresarea proiectată va rămâne modestă în raport cu standardele istorice. În termeni anuali, deși se prognozează că PIB real va înregistra, în medie, o scădere de 0,6% în anul 2013, aceasta reflectă, în mare parte, un efect de report negativ generat de declinul PIB la sfârșitul anului 2012 și începutul anului 2013. Conform proiecțiilor, în anul 2014 activitatea economică va crește cu 1,1%. Acest tipar de creștere reflectă o contribuție negativă considerabilă a cererii interne în anul 2013 și redresarea ulterioară a acesteia, precum și contribuții pozitive ale exportului net.

Se anticipează că dinamica exporturilor în afara zonei euro se va redresa ușor pe parcursul anului 2013 și se va accelera în anul 2014, fiind susținută mai ales de consolidarea treptată a cererii externe. Cotele de piață ale exporturilor zonei euro, care au crescut semnificativ în perioada 2009-2012 ca urmare a îmbunătățirii competitivității (măsurată prin evoluția relativă a prețurilor exporturilor în afara zonei euro în raport cu prețurile de export exprimate în euro practicate de concurență), sunt estimate să scadă ușor, pe fondul aprecierii monedei euro în anul 2013, și să se stabilizeze ulterior, până la finele orizontului de proiecție. Conform proiecțiilor, exporturile în interiorul zonei euro vor înregistra o creștere mult mai lentă decât cele în afara zonei euro, pe fondul nivelului relativ scăzut al cererii interne în zona euro.

Se preconizează că investițiile corporative se vor menține modeste în cea mai mare parte a anului curent, ca urmare a nivelurilor scăzute ale încrederii, a gradului redus de utilizare a capacităților de producție și a perspectivelor fragile ale cererii. Totuși, se anticipează că acestea se vor intensifica începând cu ultimele luni ale anului 2013, fiind susținute de consolidarea treptată a cererii interne și externe, de nivelul foarte scăzut al ratelor dobânzilor, de necesitatea înlocuirii treptate a stocului de capital după mai mulți ani de investiții modeste, precum și de consolidarea marjelor de profit. Cu toate acestea, este probabil ca necesitatea continuării restructurării bilanțiere în sectorul corporativ și condițiile nefavorabile de finanțare din unele țări și sectoare din zona euro să afecteze în continuare redresarea proiectată a investițiilor corporative în cadrul orizontului de proiecție, însă într-o măsură tot mai mică. Investițiile în obiective rezidențiale sunt estimate să scadă în continuare în anul 2013 și să se mențină la niveluri modeste în anul 2014, în principal ca urmare a necesității unor noi ajustări pe piețele imobiliare în unele țări, a creșterii modeste a venitului disponibil, precum și a încrederii încă fragile a consumatorilor. Se anticipează că efectele nefavorabile ale acestor factori vor depăși ca amplitudine efectul atractivității relative a investițiilor imobiliare în alte țări, în care investițiile în obiective rezidențiale sunt susținute de nivelurile minime istorice ale ratelor dobânzilor la creditele ipotecare. Conform proiecțiilor, investițiile publice se vor reduce în

cadrul orizontului de proiecție, ca urmare a măsurilor de consolidare fiscală anticipate în mai multe țări din zona euro.

Tabel I Proiecții macroeconomice pentru zona euro

(variații procentuale anuale medii)¹⁾

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

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.

Se anticipează menținerea relativ constantă a consumului privat până la finele anului 2013, în contextul stabilizării venitului disponibil real. Această stabilizare reflectă, în linii mari, efectele de sens contrar ale reducerii suplimentare a ocupării forței de muncă și ale scăderii altor venituri decât cele din muncă, pe de o parte și, pe de altă parte, ale creșterii remunerării reale pe salariat, care este susținută de declinul ratelor inflației. Conform proiecțiilor, ritmul de creștere a consumului privat se va intensifica ușor în anul 2014, pe fondul progreselor înregistrate în procesul de consolidare fiscală și al majorării veniturilor din muncă, în contextul ameliorării condițiilor pe piața forței de muncă. Proiecțiile privind consumul administrațiilor publice indică o stagnare relativă a acestuia în anul 2013, determinată de eforturile de consolidare fiscală, urmată de o creștere modestă în anul 2014.

Se preconizează că importurile din afara zonei euro se vor revigora pe parcursul anului 2013, însă acestea vor fi în continuare limitate de nivelul încă scăzut al cererii.

Potrivit estimărilor, criza a exercitat un impact nefavorabil asupra creșterii potențiale, deși amploarea exactă a acestuia rămâne deosebit de incertă. În special persistența unui nivel redus al ocupării forței de muncă și al investițiilor afectează perspectivele privind dinamica PIB potențial. Ținând seama de perspectivele creșterii PIB real, se estimează că deviația PIB se va menține negativă, deși valoarea acesteia este dificil de estimat cu precizie.

PROIECȚII PRIVIND PREȚURILE ȘI COSTURILE

Se anticipează că rata inflației IAPC va scădea de la un nivel mediu de 2,5% în anul 2012 la 1,4% în 2013 și la 1,3% în 2014. Conform proiecțiilor, inflația IAPC va consemna un declin puternic pe parcursul anului 2013, ca urmare a decelerării puternice proiectate a dinamicii anuale a prețurilor produselor energetice și, într-o măsură mai mică, a dinamicii prețurilor alimentelor, față de nivelurile ridicate înregistrate în anul 2012. Atenuarea dinamicii prețurilor produselor energetice se datorează parțial efectelor de bază favorabile generate de disiparea anticipată a impactului majorărilor anterioare ale prețurilor petrolului, precum și de scăderea treptată preconizată a acestora pe parcursul orizontului de proiecție. În mod similar, traiectoria dinamicii prețurilor alimentelor reflectă inițial efecte de bază favorabile, determinate de estomparea anticipată a impactului creșterilor anterioare, urmate de presiuni în sensul creșterii asociate majorării preconizate a prețurilor materiilor prime alimentare pe piețele europene și internaționale în cadrul orizontului de proiecție. Conform proiecțiilor, inflația IAPC, exclusiv alimente și produse energetice, va consemna o temperare ușoară în anul 2013, pe fondul evoluțiilor economice modeste. Se anticipează că aceasta va crește ușor în anul 2014, reflectând redresarea moderată a activității economice. Presiunile inflaționiste externe s-au temperat în ultimele luni, ca urmare a aprecierii euro în anul 2013 și a scăderii prețurilor petrolului și ale altor materii prime. Astfel, se anticipează decelerarea puternică a ritmului anual de creștere aferent deflatorului importurilor în anul 2013, urmată de intensificarea progresivă a acestuia către sfârșitul orizontului de proiecție, pe măsură ce impactul favorabil al aprecierii euro se disipează, prețurile materiilor prime non-energetice se majorează, iar cererea de importuri crește.

Cu privire la presiunile inflaționiste interne, se estimează că ritmul anual de creștere a remunerării pe salariat se va menține la un nivel relativ stabil în anii 2013 și 2014. Având în vedere evoluția proiectată a prețurilor de consum, se anticipează creșterea moderată a remunerării reale pe salariat în cadrul orizontului de proiecție, după scăderile înregistrate în anii 2011 și 2012. Se prognozează că ritmul de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă se va menține, în anul 2013, la un nivel relativ ridicat (similar celui consemnat în anul 2012), dar că se va reduce în anul 2014, pe fondul creșterii ciclice a dinamicii productivității. După declinul puternic înregistrat în anul 2012, se anticipează că marjele de profit vor continua să se reducă ușor în anul 2013, reflectând ritmul modest al activității economice interne și creșterea relativ pronunțată a costurilor unitare cu forța de muncă. Ulterior, se așteaptă ca temperarea ritmului de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă și ameliorarea treptată a condițiilor economice să susțină redresarea marjelor de profit. Se anticipează că majorările prețurilor administrate și ale impozitelor indirecte incluse în planurile de consolidare fiscală vor avea contribuții semnificative la inflația IAPC în anii 2013 și 2014, deși inferioare celei din anul 2012.

COMPARAȚIE CU PROIECȚIILE DIN LUNA MARTIE 2013

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE publicate în Buletinul lunar – martie 2013, proiecția privind creșterea PIB real pentru anul 2013 a fost revizuită marginal în sens descendent, reflectând, în mare parte, includerea celor mai recente date privind PIB. Proiecția pentru anul 2014 a fost revizuită ușor în sens ascendent, reflectând impactul stimulat al reducerii ratelor dobânzilor, precum și al scăderii cursului de schimb efectiv al euro. În privința inflației IAPC, proiecția pentru anul 2013 a fost revizuită în sens descendent, reflectând în principal prețurile mai mici ale petrolului exprimate în dolari SUA, evoluție doar parțial compensată de scăderea cursului de schimb efectiv al euro.

Tabel 2 Comparație cu proiecțiile din luna martie 2013

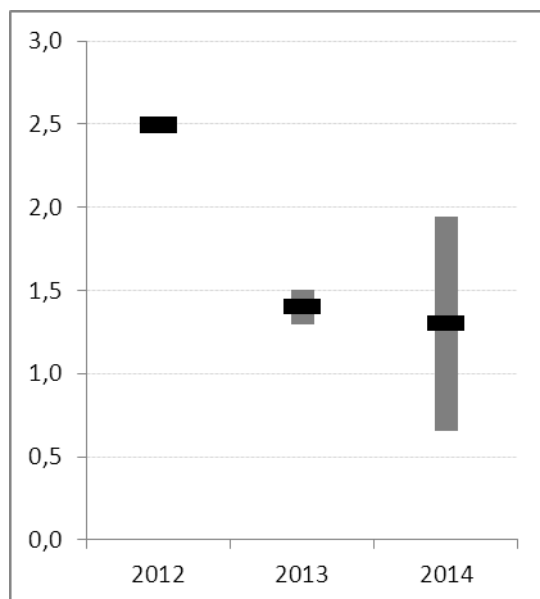
(variații procentuale anuale medii)

| | 2013 | 2014 |
|------------------------|-----------------------|--------------------|
| PIB real – martie 2013 | -0,5 [-0,9 – -0,1] | 1,0 [0,0 – 2,0] |
| PIB real – iunie 2013 | -0,6 [-1,0 – -0,2] | 1,1 [0,0 – 2,2] |
| IAPC – martie 2013 | 1,6 [1,2 – 2,0] | 1,3 [0,6 – 2,0] |
| IAPC – iunie 2013 | 1,4 [1,3 – 1,5] | 1,3 [0,7 – 1,9] |

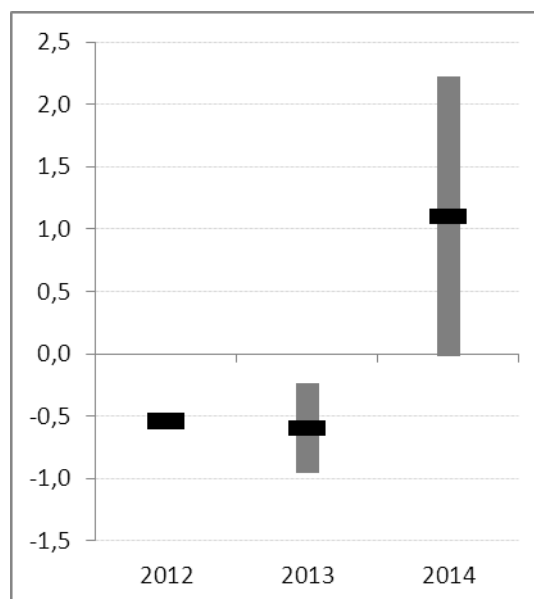
Proiecții macroeconomice

(variații procentuale anuale medii)

a) IAPC în zona euro



b) PIB real în zona euro¹⁾



1) Proiecțiile privind PIB real conțin date statistice ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

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 | |
|---|-----------------|-----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | | 2013 | 2014 | 2013 | 2014 |
| FMI | aprilie 2013 | -0,3 | 1,1 | 1,7 | 1,5 |
| Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>) | martie 2013 | -0,4 | 1,0 | 1,7 | 1,6 |
| Previziunile <i>Consensus Economics</i> | mai 2013 | -0,5 | 0,9 | 1,6 | 1,6 |
| Barometrul zonei euro | mai 2013 | -0,4 | 1,0 | 1,6 | 1,6 |
| OCDE | mai 2013 | -0,6 | 1,1 | 1,5 | 1,2 |
| Comisia Europeană | mai 2013 | -0,4 | 1,2 | 1,6 | 1,5 |
| Proiecțiile experților Eurosistemului | iunie 2013 | -0,6 [-1,0 – -0,2] | 1,1 [0,0 – 2,2] | 1,4 [1,3 – 1,5] | 1,3 [0,7 – 1,9] |

Sursa: Previziunile economice de primăvară ale Comisiei Europene pentru anul 2013; *IMF World Economic Outlook*, aprilie 2013; *OECD Economic Outlook*, mai 2013; previziunile *Consensus Economics*; *MJEconomics* 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 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 0,3% și 0,6% în anul 2013, niveluri care se încadrează în intervalul de variație prevăzut în proiecțiile experților Eurosistemului și este comparabil cu un punct central de -0,6%. Pentru anul 2014, proiecțiile indică o creștere a PIB real cuprinsă între 0,9% și 1,2%, niveluri care se încadrează în intervalul de variație menționat în proiecțiile experților Eurosistemului și este comparabil cu un punct central de 1,1%.

În ceea ce privește inflația, prognozele puse la dispoziție de alte instituții relevă o rată anuală medie a inflației IAPC cuprinsă între 1,5% și 1,7% în anul 2013, niveluri ușor superioare față de intervalul de variație și punctul central indicate în proiecțiile experților Eurosistemului. În anul 2014, se anticipează că inflația IAPC se va situa, în medie, între 1,2% și 1,6%, valori care se încadrează în intervalul de variație menționat în proiecțiile experților Eurosistemului și este comparabil cu un punct central de 1,3%.

© Banca Centrală Europeană, 2013

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.