



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

EDITORIAL

Pe baza analizelor economice și monetare periodice, Consiliul guvernatorilor a hotărât, în ședința din data de 5 decembrie 2013, ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână neschimbate. Informațiile și analizele noi au confirmat evaluarea și deciziile de politică monetară ale Consiliului guvernatorilor din luna precedentă. Se anticipează că presiunile asupra prețurilor în zona euro se vor menține scăzute pe termen mediu. În aceste condiții, dinamica masei monetare și cea a creditului rămân modeste. Totodată, anticipațiile privind inflația pe termen mediu și lung 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%. Această configurație sugerează că zona euro poate înregistra o perioadă prelungită cu rate scăzute ale inflației, urmată de o creștere treptată până la rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2%. Orientarea politicii monetare va rămâne acomodativă atât timp cât va fi necesar și va continua astfel să sprijine redresarea economică graduală în zona euro. În acest context, Consiliul guvernatorilor a confirmat semnalele privind orientarea viitoare a ratelor dobânzilor reprezentative, potrivit cărora anticipează în continuare menținerea acestor rate la nivelurile actuale sau mai reduse pe o perioadă extinsă de timp. Această anticipație are în continuare la bază persistența perspectivelor înregistrării unei inflații scăzute, în ansamblu, pe termen mediu, având în vedere trenarea generalizată a activității economice și dinamica modestă a masei monetare. În ceea ce privește condițiile de pe piața monetară și impactul potențial al acestora asupra orientării politicii monetare, Consiliul guvernatorilor monitorizează cu atenție evoluțiile și este pregătit să ia în considerare toate instrumentele disponibile.

Referitor la analiza economică, după creșterea de 0,3% din trimestrul II 2013 față de trimestrul anterior, în intervalul următor PIB real în zona euro a înregistrat un avans de 0,1%. Evoluțiile indicatorilor de încredere bazați pe datele din sondaje până în luna noiembrie sugerează un ritm pozitiv de creștere economică și în trimestrul IV 2013. Privind în perspectivă, în anii 2014 și 2015 se preconizează redresarea producției într-un ritm lent, în special ca urmare a relativei îmbunătățiri a cererii interne, susținute de orientarea acomodativă a politicii monetare. În plus, activitatea economică din zona euro ar trebui să beneficieze de consolidarea graduală a cererii de exporturi. De asemenea, îmbunătățirea, în ansamblu, a situației pe piețele financiare începând cu anul 2012 pare să se propage la nivelul economiei reale, astfel cum ar trebui să se întâmple și cu progresele înregistrate în procesul de consolidare fiscală. Totodată, veniturile reale au fost recent influențate favorabil de un nivel mai scăzut al dinamicii prețurilor produselor energetice. Pe de altă parte, rata șomajului în zona euro rămâne ridicată, iar ajustările bilanțiere necesare în sectorul public și în cel privat vor continua să afecteze activitatea economică.

Această evaluare este reflectată și de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2013, care anticipează că PIB real va scădea în termeni anuali cu 0,4% în anul 2013 și va crește cu 1,1% în anul 2014 și cu 1,5% în anul 2015. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2013, proiecția privind creșterea PIB real pentru anul 2013 a rămas nemodificată, iar cea pentru anul 2014 a fost revizuită în sens ascendent cu 0,1 puncte procentuale.

Conform evaluărilor, perspectivele economice pentru zona euro sunt grevate de riscuri în sensul scăderii. Evoluțiile piețelor monetare și financiare la nivel mondial și incertitudinile conexe ar putea afecta condițiile economice. Alte riscuri în sensul scăderii se referă la majorarea prețurilor materiilor prime, la posibilitatea înregistrării unor niveluri sub așteptări ale cererii interne și ale dinamicii exporturilor și la implementarea lentă sau insuficientă a reformelor structurale în țările din zona euro.

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a accelerat la 0,9% în luna noiembrie 2013, față de 0,7% în luna octombrie. Creșterea a fost, în general, în concordanță cu anticipațiile și a reflectat, în special, un efect de bază în sensul creșterii aferent prețurilor produselor energetice și dinamica mai alertă a prețurilor serviciilor. Pe baza actualelor cotații *futures* ale produselor energetice, se preconizează că ratele anuale ale inflației vor continua să se situeze în jurul nivelurilor curente și în lunile următoare. Pe termen mediu, se anticipează menținerea unor presiuni scăzute asupra prețurilor în zona euro. Totodată, anticipațiile privind inflația pe termen mediu și lung 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%.

În general, în concordanță cu această evaluare, proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2013 anticipează că rata anuală a inflației IAPC se va situa la 1,4% în anul 2013, la 1,1% în anul 2014 și, respectiv, la 1,3% în anul 2015. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2013, proiecția privind inflația pentru anul 2013 a fost revizuită în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale, iar cea pentru anul 2014, cu 0,2 puncte procentuale.

Balanța riscurilor la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor este, în general, echilibrată pe termen mediu. Riscurile în sensul creșterii derivă din scumpirea materiilor prime și din majorările peste așteptări ale prețurilor administrate și ale impozitelor indirecte, iar cele în sensul scăderii sunt asociate unei dinamici sub așteptări a activității economice.

Consiliul guvernatorilor a decis să publice mai multe detalii privind proiecțiile macroeconomice ale experților începând cu luna decembrie 2013.

În ceea ce privește analiza monetară, datele pentru luna octombrie confirmă evaluarea privind dinamica scăzută a masei monetare (M3) și a creditului. Ritmul anual de creștere a M3 s-a temperat la 1,4% în luna octombrie, comparativ cu 2,0% în septembrie, parțial datorită unui efect de bază. Dinamica anuală a M1 a rămas robustă la 6,6%, reflectând preferința pentru lichiditate, deși s-a situat sub vârful de 8,7% consemnat în luna aprilie. Influxurile nete de capital în zona euro au continuat să reprezinte principalul factor de susținere a ritmului anual de creștere a M3, în timp ce variația anuală a împrumuturilor acordate sectorului privat s-a menținut modestă. Ritmul anual de creștere a creditelor acordate populației (date ajustate cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare) s-a situat la 0,3% în luna octombrie, nivel nemodificat, în linii mari, de la începutul anului. Variația anuală a creditelor acordate societăților nefinanciare (date ajustate cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare) a fost de -2,9% în luna octombrie, comparativ cu -2,8% în septembrie și -2,9% în august. În ansamblu, dinamica modestă a creditelor acordate societăților nefinanciare continuă să reflecte decalajul în raport cu ciclul economic, riscul de credit, precum și ajustarea în continuare a bilanțurilor în sectorul financiar și cel nefinanciar.

Începând cu vara anului 2012, au fost înregistrate progrese semnificative în ceea ce privește îmbunătățirea situației finanțării băncilor. 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. Evaluarea cuprinzătoare realizată de BCE înainte de adoptarea rolului de supraveghetor în cadrul mecanismului unic de supraveghere va continua să sprijine procesul de consolidare a încrederii. Aceasta va spori calitatea informațiilor disponibile privind situația băncilor și va avea drept rezultat identificarea și implementarea măsurilor corective necesare. Adoptarea în continuare de măsuri ferme pentru crearea unei uniuni bancare va contribui la restabilirea încrederii în sistemul financiar.

În concluzie, analiza economică sugerează că zona euro poate înregistra o perioadă prelungită cu rate scăzute ale inflației, care va fi urmată de o evoluție treptată în sensul creșterii în direcția unor rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2%. Coroborarea cu semnalele furnizate de analiza monetară confirmă această evaluare.

Referitor la politicile fiscale, Consiliul guvernatorilor întâmpină favorabil evaluarea de către Comisia Europeană a proiectelor de buget pentru anul 2014, care au fost prezentate în luna octombrie pentru prima oară în conformitate cu dispozițiile prevăzute de regulamentele *two-pack*. Acest nou exercițiu de supraveghere trebuie să fie pe deplin eficace. În vederea plasării ponderilor ridicate ale datoriei publice în PIB pe o traiectorie descendentă, autoritățile guvernamentale ar trebui să nu renunțe la eforturile depuse în vederea diminuării deficitelor bugetare și să susțină procesul de ajustare fiscală pe termen mediu. În mod deosebit, măsurile de consolidare ar trebui să fie favorabile creșterii și să se

înscrisă într-o perspectivă pe termen mediu, atât pentru a îmbunătăți serviciile publice, cât și pentru a reduce la minimum efectele de distorsiune ale impozitării. Totodată, este necesară continuarea cu fermitate a reformelor pe piețele bunurilor și serviciilor și pe piața forței de muncă, în vederea ameliorării competitivității, sporirii potențialului de creștere economică, creării de oportunități de angajare și stimulării adaptabilității economiilor din zona euro.

Această ediție a Buletinului lunar cuprinde un articol, intitulat „Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului – decembrie 2013”.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

REZUMATELE CAPITOLELOR DIN BULETINUL LUNAR AL BCE, DECEMBRIE 2013

EVOLUȚII ECONOMICE ȘI MONETARE

1. MEDIUL EXTERN AL ZONEI EURO

Redresarea economică globală se menține modestă și diferită de la o regiune la alta, dinamica ritmului de creștere evoluând treptat în favoarea economiilor dezvoltate. Potrivit celor mai recente indicatori din sondaje, activitatea economică la nivel mondial va continua să se intensifice, fiind susținută, între altele, de stabilizarea condițiilor financiare globale. În economiile dezvoltate se anticipează o ameliorare a perspectivelor pe termen mediu, acestea rămânând însă modeste în economiile emergente în raport cu tendințele istorice. O serie de factori ciclici și structurali continuă să afecteze creșterea globală, iar, pe ansamblu, riscurile la adresa perspectivei activității economice se mențin în sensul scăderii. În același timp, schimburile comerciale internaționale se intensifică treptat, dar ritmurile de creștere rămân mult sub nivelurile înregistrate înainte de criza financiară globală. Inflația măsurată prin prețurile de consum a consemnat o decelerare în majoritatea economiilor dezvoltate și emergente începând cu luna iulie, pe seama scăderii prețurilor produselor energetice și ale alimentelor. Privind în perspectivă, se anticipează că presiunile inflaționiste vor rămâne limitate, având în vedere menținerea unui grad scăzut de utilizare a capacităților de producție la nivel global.

2. EVOLUȚII MONETARE ȘI FINANCIARE

2.1. Moneda și creditele acordate de IFM

Dinamica anuală a masei monetare în sens larg a continuat să se atenueze în trimestrul III și în luna octombrie 2013, ca urmare a creației monetare cu adevărat reduse în zona euro. În același timp, activitatea de creditare a sectorului privat nefinanciar a continuat să se restrângă, deși ritmul scăderii s-a stabilizat. Principala contrapartidă care susține masa monetară o reprezintă în continuare intrările de capital în zona euro, reflectate de noile creșteri înregistrate de poziția externă netă a sectorului IFM. Aceste intrări de capital, care au fost remarcate atât în țările aflate în dificultate, cât și în țările care nu se află în dificultate, au contribuit, de asemenea, la o nouă atenuare a fragmentării financiare și au permis companiilor nefinanciare să își majoreze în continuare rezervele de lichiditate. Pe ansamblu, dinamica masei monetare și cea a creditului se mențin la niveluri moderate.

2.2. Plasamente financiare ale sectoarelor nefinanciare și ale investitorilor instituționali

Dinamica anuală a plasamentelor financiare efectuate de sectoarele nefinanciare s-a redus la 1,9% în trimestrul II 2013, ca urmare a trenării în continuare a activității economice și a oportunităților scăzute de a obține venituri. Ritmul anual de creștere a plasamentelor financiare realizate de societățile de asigurări și fondurile de pensii s-a situat la un nivel de 3,0% în acest interval. În același timp, fondurile de investiții au înregistrat intrări noi în trimestrul III 2013, egale ca volum cu cele din trimestrul anterior, intrările consemnate de fondurile de acțiuni și de cele mixte fiind deosebit de mari într-un context marcat de căutarea de randamente și de scăderea aversiunii față de risc.

2.3. Ratele dobânzilor pe piața monetară

Ratele dobânzilor pe piața monetară au fost relativ stabile în perioada cuprinsă între luna septembrie și jumătatea lunii noiembrie 2013. Cu toate acestea, începând cu jumătatea lunii noiembrie, EONIA a crescut în contextul majorării cererii de rezerve de lichiditate, odată cu apropierea sfârșitului de an și cu reducerea surplusului de lichiditate. Decizia din data de 7 noiembrie 2013 de a reduce rata la operațiunile principale de refinanțare ale BCE a generat o relativă presiune în sensul scăderii asupra nivelului și volatilității ratelor dobânzilor pe piața monetară la termen (de exemplu, cotațiile *futures* EURIBOR).

2.4. Piața obligațiunilor

În perioada cuprinsă între sfârșitul lunii august și data de 4 decembrie 2013, randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung cotate AAA în zona euro au scăzut cu aproximativ 10 puncte de bază, până la 2%, în timp ce randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung din Statele Unite s-au menținut, în general, stabile. În acest interval, evoluțiile de pe piețele obligațiunilor pe ambele maluri ale Atlanticului au fost influențate în principal de informațiile din Statele Unite, cu precădere de incertitudinile referitoare la posibilitatea ca Sistemul Rezervelor Federale să inițieze diminuarea achizițiilor lunare de active financiare în perioada anterioară adoptării deciziei Comitetului federal pentru operațiuni de piață din data de 18 septembrie și de cele privind discuțiile, în luna octombrie, vizând plafonul de îndatorare al SUA. Deși pe parcursul lunilor septembrie și octombrie randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung din ambele regiuni au consemnat evoluții relativ similare, acestea au urmat tendințe divergente în luna noiembrie, când randamentele asociate obligațiunilor din Statele Unite au înregistrat o ușoară majorare, în timp ce contrapartidele acestora din zona euro au stagnat. Incertitudinile privind evoluțiile viitoare de pe piețele obligațiunilor, măsurate pe baza volatilității implicite, s-au diminuat în continuare atât în zona euro, cât și în Statele Unite. În interiorul zonei euro, *spread*-urile asociate randamentelor obligațiunilor suverane au continuat să se îngusteze pentru majoritatea țărilor membre. Indicatorii de

piață semnaleză menținerea anticipațiilor privind inflația pe termen lung în zona euro la niveluri relativ nemodificate, pe deplin compatibile cu stabilitatea prețurilor.

2.5. Piața acțiunilor

Pe parcursul intervalului cuprins între finele lunii august și data de 4 decembrie 2013, cotațiile acțiunilor s-au majorat cu aproximativ 9% în zona euro și cu 10% în Statele Unite. În luna septembrie, cursurile acțiunilor pe ambele maluri ale Atlanticului au fost influențate favorabil de publicarea unor rezultate economice pozitive și de așteptările participanților referitoare la posibila amânare a începerii diminuării programului de achiziție de active financiare al Sistemului Rezervelor Federale. Ascensiunea înregistrată de prețurile titlurilor a fost, totuși, parțial anulată în luna octombrie, ca urmare a stagnării discuțiilor privind plafonul de îndatorare al SUA, în contextul blocajului parțial al activității guvernamentale, însă ulterior creșterea cotațiilor s-a reluat, în urma încheierii unui acord referitor la plafonul de îndatorare. Evoluțiile de pe piețele acțiunilor din zona euro au beneficiat, într-o anumită măsură, de sprijin din partea rezultatelor macroeconomice peste așteptări la începutul perioadei analizate, în timp ce datele macroeconomice publicate în luna noiembrie au fost contradictorii. Incertitudinile de pe piețele acțiunilor în zona euro, măsurate pe baza volatilității implicite, s-au redus pe parcursul intervalului analizat.

2.6. Finanțarea și situația financiară a societăților nefinanciare

În perioada iulie-octombrie 2013, costul real de finanțare a societăților nefinanciare din zona euro s-a redus cu 6 puncte de bază. Această evoluție reflectă diminuarea costului finanțării prin emisiuni de acțiuni și a celui aferent finanțării prin îndatorare pe piață, în timp ce costul real al împrumuturilor bancare s-a majorat. În privința fluxurilor de finanțare, variația anuală a creditelor bancare acordate societăților nefinanciare a continuat să se reducă în trimestrul III 2013. Contractia volumului împrumuturilor reflectă, în principal, trenarea activității economice, pe fondul condițiilor restrictive de creditare în unele țări din zona euro. Deși s-a menținut robust, ritmul anual de creștere a volumului de titluri de credit emise de către societățile nefinanciare a înregistrat cel mai scăzut nivel în perioada ulterioară lunii iunie 2012.

2.7. Finanțarea și situația financiară a sectorului gospodăriile populației

În trimestrul III 2013, condițiile de finanțare a gospodăriilor populației din zona euro au fost caracterizate de rate în general stabile ale dobânzilor active practicate de bănci, pe fondul persistenței unui grad semnificativ de eterogenitate la nivelul țărilor membre și al instrumentelor. Ritmul anual de creștere a creditelor acordate populației de către IFM (date ajustate cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare) s-a

stabilizat la niveluri ușor pozitive de la începutul anului, situându-se la 0,3% în luna octombrie 2013. Cele mai recente date disponibile continuă să indice evoluții modeste ale activității de creditare a gospodăriilor populației, reflectând în principal trenarea activității pe piața imobiliară, perspectivele economice nesigure, nivelul ridicat al șomajului și, dintr-o perspectivă pe termen mediu, corectarea necesară a exceselor anterioare cu privire la acumularea de datorii (cu precădere în anumite țări din zona euro). Totodată, în trimestrul III 2013 fluxurile lunare de credite acordate de IFM gospodăriilor populației au cunoscut o relativă amplificare comparativ cu semestrul I 2013. De asemenea, conform sondajului privind creditul bancar din luna octombrie 2013, băncile anticipează accelerarea în continuare a cererii de credite pentru locuințe în trimestrul IV 2013. Se estimează că ponderea datoriei în venitul disponibil brut al gospodăriilor populației s-a menținut stabilă în trimestrul III 2013, la un nivel apropiat celor înregistrate începând cu semestrul II 2010. De asemenea, povara cheltuielilor cu dobânzile la nivelul gospodăriilor populației se estimează a fi rămas în linii mari nemodificată în trimestrul respectiv.

3. PREȚURI ȘI COSTURI

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a accelerat la 0,9% în luna noiembrie 2013, față de 0,7% în luna octombrie. Creșterea a fost, în general, în concordanță cu anticipațiile și a reflectat, în special, un efect de bază în sensul creșterii aferent prețurilor produselor energetice și dinamica mai alertă a prețurilor serviciilor. Pe baza actualelor cotații *futures* ale produselor energetice, se preconizează că ratele anuale ale inflației vor continua să se situeze în jurul nivelurilor curente și în lunile următoare. Pe termen mediu, se anticipează menținerea unor presiuni scăzute asupra prețurilor în zona euro. Totodată, anticipațiile privind inflația pe termen mediu și lung 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%.

Această evaluare este reflectată și de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2013, care anticipează că rata anuală a inflației IAPC se va situa la 1,4% în anul 2013, la 1,1% în anul 2014 și, respectiv, la 1,3% în anul 2015. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2013, proiecția privind inflația pentru anul 2013 a fost revizuită în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale, iar cea pentru anul 2014, cu 0,2 puncte procentuale. Balanța riscurilor la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor este, în general, echilibrată pe termen mediu.

4. PRODUCȚIA, CEREREA ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

După creșterea de 0,3% din trimestrul II 2013 față de trimestrul anterior, în intervalul următor PIB real în zona euro a înregistrat un avans de 0,1%. Evoluțiile indicatorilor de încredere bazați pe datele din sondaje până în luna noiembrie sugerează un ritm pozitiv de

creștere economică și în trimestrul IV 2013. Privind în perspectivă, în anii 2014 și 2015 se preconizează redresarea producției într-un ritm lent, în special ca urmare a relativei îmbunătățiri a cererii interne, susținute de orientarea acomodativă a politicii monetare. În plus, activitatea economică din zona euro ar trebui să beneficieze de consolidarea graduală a cererii de exporturi. De asemenea, îmbunătățirea, în ansamblu, a situației pe piețele financiare începând cu anul 2012 pare să se propage la nivelul economiei reale, astfel cum ar trebui să se întâmple și cu progresele înregistrate în procesul de consolidare fiscală. Totodată, veniturile reale au fost recent influențate favorabil de un nivel mai scăzut al dinamicii prețurilor produselor energetice. Pe de altă parte, rata șomajului în zona euro rămâne ridicată, iar ajustările bilanțiere necesare în sectorul public și în cel privat vor continua să afecteze activitatea economică.

Această evaluare este reflectată și de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2013, care anticipează că PIB real va scădea în termeni anuali cu 0,4% în anul 2013 și va crește cu 1,1% în anul 2014 și cu 1,5% în anul 2015. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2013, proiecția privind creșterea PIB real pentru anul 2013 a rămas nemodificată, iar cea pentru anul 2014 a fost revizuită în sens ascendent cu 0,1 puncte procentuale. Conform evaluărilor, perspectivele economice pentru zona euro sunt grevate de riscuri în sensul scăderii.

5. EVOLUȚII FISCALE

Conform prognozei economice a Comisiei Europene din toamna anului 2013, consolidarea fiscală în zona euro a continuat și se anticipează că ponderea deficitului bugetar în PIB s-a redus de la 3,7% în anul 2012 la 3,1% în anul 2013. Pe de altă parte, ponderea datoriei publice în PIB în zona euro este proiectată să atingă un vârf de aproximativ 96% în anul 2014, pentru ca ulterior să se diminueze pentru prima dată de la declanșarea crizei financiare. Proiectele de buget, pe care statele membre din zona euro le-au prezentat pentru prima oară în conformitate cu dispozițiile prevăzute de noile regulamente *two pack* la jumătatea lunii octombrie 2013, relevă încetinirea semnificativă a eforturilor de consolidare. Potrivit Comisiei Europene, efortul structural agregat presupus de aceste proiecte ar însuma numai 0,25% din PIB în anul 2014. La jumătatea lunii noiembrie, Comisia Europeană a adresat un îndemn mai multor state membre din zona euro de a adopta măsuri suplimentare anterior definitivării bugetelor pentru anul 2014 în vederea asigurării conformității cu normele fiscale ale UE. Măsurile suplimentare ar trebui elaborate într-o manieră favorabilă creșterii, punând accentul pe reducerea cheltuielilor publice neproductive, protejând în același timp investițiile publice și, în măsura în care acest lucru este posibil, evitând noi majorări ale impozitelor.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR EUROSISTEMULUI – DECEMBRIE 2013¹

Conform proiecțiilor, dinamica PIB real se va accelera ușor începând cu trimestrul IV 2013, un ritm relativ mai susținut urmând să se consemneze la sfârșitul anului 2014. Se preconizează că redresarea treptată a cererii interne și externe va constitui determinantul principal al creșterii susținute proiectate a activității economice. Cererea internă va beneficia de diminuarea incertitudinilor, de orientarea acomodativă a politicii monetare – consolidată în continuare de reducerea recentă a ratei dobânzii de politică monetară și de semnalele privind orientarea viitoare a ratelor dobânzilor reprezentative –, de o politică fiscală mai puțin restrictivă și de scăderea prețurilor materiilor prime, care susține veniturile disponibile reale. De asemenea, în timp, aceasta va fi susținută și de atenuarea constrângerilor privind oferta de credite. În plus, în cadrul orizontului de proiecție, activitatea economică va fi sprijinită de efectul favorabil al consolidării treptate a cererii externe asupra exporturilor. Cu toate acestea, în pofida unor progrese înregistrate în procesul de corectare a dezechilibrelor, care au ameliorat condițiile de creștere economică în țările aflate în dificultate, perspectivele pe termen mediu vor fi afectate de necesitatea continuării ajustărilor bilanțiere în sectorul public și în cel privat și de nivelul ridicat al șomajului. Se anticipează că PIB real va scădea cu 0,4% în anul 2013 și va crește cu 1,1% în anul 2014 și cu 1,5% în 2015. Se preconizează că deficitul semnificativ de cerere agregată va persista până la finalul orizontului de proiecție.

Conform proiecțiilor, inflația IAPC în zona euro se va situa la 1,4% în anul 2013, la 1,1% în 2014 și la 1,3% în 2015. Se anticipează că aceste perspective privind evoluția moderată a prețurilor vor fi parțial determinate de impactul favorabil al reducerii cotațiilor *futures* ale petrolului asupra dinamicii prețurilor produselor energetice, de aprecierea anterioară a euro și de persistența deficitului de cerere agregată. Se așteaptă, de asemenea, ca dinamica prețurilor alimentelor să se reducă substanțial, reflectând scăderile anterioare ale prețurilor alimentelor la nivel internațional și majorarea modestă a acestora preconizată în cadrul orizontului de proiecție. Conform proiecțiilor, inflația IAPC, exclusiv produse energetice

¹ Pe baza informațiilor disponibile până la data de 22 noiembrie 2013, experții Eurosistemului au elaborat proiecțiile privind evoluțiile macroeconomice în zona euro. Proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului sunt realizate 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.

și alimente, va înregistra numai o creștere ușoară, de la 1,1% în anul 2013 la 1,3% în anul 2014 și la 1,4% în 2015, reflectând presiunile scăzute la nivelul prețurilor interne, în contextul redresării modeste a activității economice.

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – septembrie 2013, proiecția privind creșterea PIB real pentru anul 2013 a rămas nemodificată, iar cea pentru anul 2014 a fost revizuită în sens ascendent cu 0,1 puncte procentuale. În privința inflației IAPC, proiecția pentru anul 2013 a fost revizuită în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale, iar cea pentru anul 2014, cu 0,2 puncte procentuale.

CONTEXTUL INTERNAȚIONAL

Dinamica PIB real mondial (exceptând zona euro) este proiectată să se accelereze treptat în cadrul orizontului de proiecție, de la 3,3% în anul 2013 la 3,9% în anul 2014 și la 4,1% în 2015. Creșterea economică a consemnat o relativă intensificare în țările dezvoltate pe parcursul anului 2013. În schimb, aceasta s-a temperat pe piețele emergente, ca urmare a cererii interne mai reduse și a unei marje de manevră limitate pentru aplicarea în continuare de politici interne favorabile creșterii. Pe termen scurt, indicatorii de încredere la nivel global semnalează îmbunătățirea condițiilor de afaceri, în concordanță cu intensificarea continuă a activității economice la nivel mondial. Recent, condițiile de finanțare s-au stabilizat, în urma deciziei Comitetului federal pentru operațiuni de piață de a amâna diminuarea treptată a achizițiilor de active, ceea ce, în ansamblu, ar trebui să sprijine redresarea economică la nivel mondial. Cu toate acestea, se anticipează că activitatea economică se va redresa în continuare treptat. Se așteaptă ca ajustarea dezechilibrelor din sectorul privat – care a înregistrat progrese, dar este încă incompletă – și consolidarea fiscală să afecteze creșterea economică în economiile dezvoltate, deși într-o mai mică măsură decât anterior. Se preconizează că piețele emergente vor consemna revirimente modeste, în condițiile în care factori structurali, inclusiv blocaje la nivelul infrastructurii și constrângeri privind capacitățile de producție, sunt de natură a limita creșterea economică.

La nivel mondial, schimburile comerciale s-au accelerat de la începutul anului 2013, în concordanță cu revigorarea ușoară a activității economice. Cu toate acestea, indicatorii disponibili relevă evoluții relativ modeste pe termen scurt. Privind în perspectivă, se preconizează o consolidare treptată, în cadrul orizontului de proiecție, a dinamicii schimburilor comerciale internaționale, însă aceasta se va menține sub nivelurile consemnate în perioada anterioară crizei. Schimburile comerciale internaționale (exceptând zona euro) sunt proiectate să se intensifice cu 3,9% în anul 2013, cu 5,6% în 2014 și cu 6,4% în 2015. Pe fondul creșterii cererii din partea principalilor parteneri comerciali ai zonei euro într-un ritm mai lent decât în restul lumii, se anticipează că dinamica cererii externe în zona euro va fi relativ mai scăzută decât cea a schimburilor

comerciale la nivel mondial, fiind estimată la 3,0% în anul 2013, iar ulterior accelerându-se până la 5,0% în anul 2014 și până la 5,7% în 2015.

Tabel I Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

	Decembrie 2013				Revizuirii începând cu septembrie 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
PIB real mondial (excepând zona euro)	3,8	3,3	3,9	4,1	0,0	-0,1	-0,1
Schimburile comerciale mondiale (excepând zona euro) ¹⁾	4,5	3,9	5,6	6,4	0,2	-0,3	-0,1
Cererea externă în zona euro ²⁾	4,0	3,0	5,0	5,7	0,3	0,1	-0,1

1) Calculate ca media ponderată a importurilor.

2) Calculată ca media ponderată a importurilor partenerilor comerciali ai zonei euro.

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – septembrie 2013, perspectivele referitoare la creșterea globală au fost revizuite marginal în sens descendent, întrucât revizuirile modeste în sens ascendent ale creșterii economice în economiile dezvoltate au fost compensate de revizuirile în sens descendent ale activității în economiile emergente. Perspectivele cererii externe în zona euro au rămas, în ansamblu, nemodificate în cadrul orizontului de proiecție.

Caseta I

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 noiembrie 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, la 0,3% în anul 2014 și la 0,5% în anul 2015. Anticipațiile pieței cu privire la randamentele nominale ale obligațiunilor de stat din zona euro cu scadența la 10 ani indică un nivel mediu de 2,9% în anul 2013, de 3,1% în anul 2014 și de 3,6% în anul 2015¹. În concordanță cu traiectoria ratelor dobânzilor pe piața contractelor *forward* și transmiterea treptată a modificărilor ratelor dobânzilor de pe piața interbancară la nivelul ratelor dobânzilor active, se preconizează că ratele dobânzilor agregate la creditele bancare acordate sectorului privat nefinanciar din zona euro vor atinge un nivel minim la sfârșitul anului 2013 și la începutul anului 2014 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 108,2 USD/baril în anul 2013, la 103,9 USD/baril în 2014 și la 99,2 USD/baril în 2015. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor reduce cu 5,4% în anul 2013 și cu 2,6% în anul 2014, urmând a se majora cu 3,7% în 2015².

În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se preconizează că acestea vor rămâne nemodificate pe parcursul orizontului de proiecție, la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni încheiată la data de referință. Această ipoteză presupune un curs de schimb de 1,33 EUR/USD în anul 2013 și de 1,34 EUR/USD în 2014 și 2015, în creștere cu 4,6% față de anul 2012. Se prognozează o apreciere a cursului de schimb efectiv al euro cu 3,7% în anul 2013 și cu 0,8% în 2014 și menținerea acestuia la același nivel în anul 2015.

Ipoteze tehnice

	Decembrie 2013				Revizuirii începând cu luna septembrie 2013 ^{1,2}	
	2012	2013	2014	2015	2013	2014
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	0,6	0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	3,8	2,9	3,1	3,6	-0,1	-0,4
Prețul petrolului (în USD/baril)	112,0	108,2	103,9	99,2	0,4	1,1
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	-7,2	-5,4	-2,6	3,7	0,0	-2,5
Cursul de schimb USD/EUR	1,29	1,33	1,34	1,34	0,5	1,2
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (variații procentuale anuale)	-5,3	3,7	0,8	0,0	0,1	0,1

¹⁾ Revizuirile sunt exprimate ca procente pentru niveluri, diferențe pentru ritmurile de creștere și puncte procentuale pentru ratele dobânzilor și randamentele obligațiunilor de stat.

²⁾ Revizuirile sunt calculate pe baza cifrelor nerotunjite.

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

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – septembrie 2013, modificările la nivelul ipotezelor tehnice sunt relativ minore. Printre acestea se numără majorarea prețurilor petrolului exprimate în dolari SUA, o ușoară apreciere a cursului de schimb al euro și reducerea ratelor dobânzilor în zona euro.

¹ Ipoteza privind randamentele nominale ale obligațiunilor de stat din zona euro cu scadența la 10 ani se bazează pe media ponderată cu PIB anual a randamentelor medii ale titlurilor de referință cu scadența la 10 ani ale țărilor din zona euro, extinsă utilizând traiectoria *forward*, derivată din randamentul la par al tuturor titlurilor pe 10 ani din zona euro estimat de BCE, discrepanța inițială dintre cele două serii menținându-se constantă pe parcursul orizontului de proiecție. Se presupune că *spread*-urile dintre randamentele obligațiunilor de stat specifice fiecărei țări și media zonei euro corespunzătoare vor rămâne constante în cadrul orizontului de proiecție.

² 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 IV 2014, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială. Prețurile producției agricole din UE (exprimate în euro), care sunt utilizate 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.

PROIECȚII PRIVIND CREȘTEREA PIB REAL

PIB real a înregistrat o creștere de 0,1% în trimestrul III 2013, după o majorare cu 0,3% în trimestrul II 2013 (a se vedea graficul). Datele recente din sondaje relevă o consolidare modestă a activității economice în trimestrul IV 2013. Pe parcursul anilor 2014 și 2015, ritmul de creștere este proiectat să se intensifice ușor. Se anticipează că redresarea treptată a cererii interne va constitui factorul principal care va sta la baza relansării activității economice în cadrul orizontului de proiecție. Cererea internă va beneficia de ameliorarea încrederii într-un context caracterizat de reducerea incertitudinilor, de orientarea acomodativă a politicii monetare – consolidată în continuare de reducerea recentă a ratei dobânzii de politică monetară și de semnalele privind orientarea viitoare a ratelor dobânzilor reprezentative –, de o orientare mai puțin restrictivă a politicilor fiscale și de scăderea dinamicii prețurilor materiilor prime, care ar trebui să susțină veniturile disponibile reale. De asemenea, se așteaptă ca cererea internă să fie susținută, în timp, de atenuarea constrângerilor privind oferta de credite. În plus, pe parcursul orizontului de proiecție, activitatea va fi sprijinită într-o măsură tot mai mare de efectul favorabil al consolidării treptate a cererii externe asupra exporturilor. Cu toate acestea, în pofida unor progrese înregistrate în procesul de corectare a dezechilibrelor în unele țări din zona euro aflate în dificultate, care au ameliorat premisele creșterii bazate pe exporturi, se anticipează că ajustările bilanțiere necesare în continuare în sectorul public și în cel privat și nivelul ridicat al șomajului vor afecta în continuare perspectivele de creștere în cadrul orizontului de proiecție.

Pe ansamblu, redresarea proiectată va rămâne modestă în raport cu standardele istorice, așteptându-se ca PIB real în zona euro să atingă nivelurile din perioada anterioară crizei (respectiv cele înregistrate în trimestrul I 2008) abia la sfârșitul anului 2015. În termeni medii anuali, se anticipează că PIB real va înregistra o scădere de 0,4% în anul 2013 – reflectând, în mare parte, un efect de report negativ generat de tiparul evoluției activității economice în anul 2012 –, urmată de o creștere de 1,1% în anul 2014 și de 1,5% în 2015. Acest tipar de creștere reflectă contribuția constant ascendentă a cererii interne, precum și efectele stimulative tot mai puternice ale exporturilor.

La o analiză mai detaliată a componentelor creșterii, se estimează că exporturile în afara zonei euro se vor redresa în trimestrul IV 2013 și se vor accelera pe parcursul anilor 2014 și 2015, reflectând consolidarea cererii externe în zona euro. Se anticipează că exporturile în interiorul zonei euro vor înregistra o creștere mai lentă decât cele în afara zonei euro, pe fondul nivelului relativ scăzut al cererii interne în zona euro.

Conform proiecțiilor, investițiile corporative vor consemna o creștere în trimestrul IV 2013, care se va accelera ușor pe parcursul anului 2014. În cadrul orizontului de proiecție, se anticipează că dinamica investițiilor corporative va fi sprijinită de o serie de factori: consolidarea treptată proiectată a cererii interne și externe, nivelul foarte scăzut al ratelor

dobânzilor, reducerea incertitudinilor, necesitatea modernizării stocului de capital după mai mulți ani de investiții modeste, reducerea efectelor nefavorabile asociate ofertei de credite și consolidarea relativă a marjelor de profit, pe fondul redresării activității economice. Cu toate acestea, se estimează că efectele nefavorabile conjugate ale gradului redus de utilizare a capacităților de producție, ale necesității continuării restructurării bilanțiere în sectorul corporativ, ale condițiilor nefavorabile de finanțare și ale unui nivel relativ ridicat de incertitudine în unele țări și sectoare din zona euro vor continua să afecteze perspectivele activității investiționale ale companiilor nefinanciare. Proiecțiile privind investițiile în obiective rezidențiale indică un avans modest pe termen scurt, urmat de o accelerare începând cu jumătatea anului 2014. Cu toate acestea, se anticipează că ritmul de creștere al acestora se va menține scăzut, ca urmare a necesității unor noi ajustări pe piețele imobiliare în unele țări, a creșterii modeste a venitului disponibil real, precum și a anticipațiilor privind ieftinirea în continuare a locuințelor în unele țări. De asemenea, atractivitatea relativă a investițiilor imobiliare în unele țări, susținută de nivelurile minime istorice ale ratelor dobânzilor la creditele ipotecare și de tendința de creștere a prețurilor locuințelor, poate avea numai un impact gradual, întrucât limita capacităților din sectorul construcțiilor din aceste țări aproape că a fost atinsă. Conform proiecțiilor, investițiile publice vor rămâne scăzute în cadrul orizontului de proiecție, ca urmare a măsurilor de consolidare fiscală planificate în mai multe țări din zona euro.

Se prognozează că populația ocupată va consemna, în ansamblu, o stagnare în următoarele trimestre, urmată de o creștere modestă începând cu jumătatea anului 2014. Redresarea ocupării forței de muncă se așteaptă să fie scăzută, în condițiile unui avans modest al activității economice și ale răspunsului de regulă decalat al ocupării forței de muncă la fluctuațiile producției, acesta din urmă reflectând o majorare a numărului de ore lucrate pe persoană ocupată înainte de creșterea populației ocupate. Cu toate acestea, este posibil ca pragul de creștere economică dincolo de care începe crearea de locuri de muncă să fi scăzut în unele țări aflate în dificultate datorită impactului reformelor pe piețele forței de muncă. Se anticipează că forța de muncă va înregistra o stagnare în anul 2013 și o creștere modestă ulterior, pe măsură ce unele segmente ale populației vor reveni treptat pe piața forței de muncă. Aceasta ar trebui să contribuie la limitarea majorărilor salariale și la creșterea PIB potențial. În cadrul orizontului de proiecție, se anticipează scăderea modestă a ratei șomajului. Productivitatea muncii (măsurată ca producție/numărul populației ocupate) s-a intensificat pe parcursul anului 2013 și este proiectată să se accelereze până la finele orizontului de proiecție, reflectând avansul anticipat al activității economice și răspunsul decalat al populației ocupate.

Tabel 2 Proiecții macroeconomice pentru zona euro(variații procentuale anuale medii)^{1),2)}

	Decembrie 2013				Revizuirii începând cu septembrie 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
PIB real ³⁾	-0,6	-0,4	1,1	1,5	-0,1	0,0	0,1
		[-0,5 – -0,3]	[0,4 – 1,8]	[0,4 – 2,6]			
Consumul privat	-1,4	-0,6	0,7	1,2	0,0	0,0	0,0
Consumul administrațiilor publice	-0,6	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,3
Formarea brută de capital fix	-3,9	-3,0	1,6	2,8	0,1	0,6	-0,1
Exporturi ⁴⁾	2,7	1,1	3,7	4,8	0,0	0,2	0,0
Importuri ⁴⁾	-0,8	-0,1	3,5	4,7	0,1	0,4	-0,3
Ocuparea forței de muncă	-0,6	-0,8	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2
Rata șomajului (% din forța de muncă)	11,4	12,1	12,0	11,8	0,0	-0,1	-0,2
IAPC	2,5	1,4	1,1	1,3	0,0	-0,1	-0,2
		[1,4 – 1,4]	[0,6 – 1,6]	[0,5 – 2,1]			
IAPC exclusiv produse energetice	1,9	1,5	1,3	1,5	0,0	-0,1	-0,2
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	1,5	1,1	1,3	1,4	0,0	0,0	-0,1
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte ⁵⁾	1,3	1,0	1,1	1,4	0,0	0,0	-0,1
Costul unitar cu forța de muncă	1,8	1,4	0,9	1,0	0,1	0,1	0,1
Remunerarea pe salariat	1,8	1,8	1,8	2,1	0,1	0,0	0,0
Productivitatea muncii	0,0	0,4	0,9	1,1	0,0	-0,1	-0,1
Soldul bugetar al administrațiilor publice (% din PIB)	-3,7	-3,2	-2,6	-2,4	0,0	0,0	0,2
Soldul bugetar structural (% din PIB) ⁶⁾	-3,1	-2,5	-2,2	-2,1	0,1	0,0	0,1
Datoria publică brută (% din PIB)	90,6	93,2	93,6	93,1	0,2	0,2	-0,2
Soldul contului curent (% din PIB)	1,4	2,0	2,2	2,6	0,0	-0,6	-0,7

1) Letonia este inclusă în proiecțiile pentru anii 2014 și 2015. Variațiile procentuale anuale medii pentru anul 2014 se bazează pe configurația zonei euro din anul 2013 care include deja Letonia.

2) Intervalele din proiecții se bazează pe diferențele 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.

3) Date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

4) Inclusiv schimburile comerciale din interiorul zonei euro.

5) Subindicele se bazează pe estimări ale impactului efectiv al impozitelor indirecte. Acestea pot să difere de datele Eurostat, care presupun transmiterea integrală și imediată a efectelor impozitelor către IAPC.

6) Calculat ca soldul administrațiilor publice excluzând efectele tranzitorii ale ciclului economic și măsurilor temporare adoptate de administrațiile publice. Acest calcul are la bază abordarea SEBC privind soldurile bugetare ajustate ciclic (a se vedea Bouthevillain, C. și alții, "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", *Working Paper Series*, nr. 77, BCE, septembrie 2001) și definiția măsurilor temporare utilizată de SEBC (a se vedea Kremer, J. și alții, "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", *Working Paper Series*, nr. 579, BCE, ianuarie 2007).

Consumul privat este așteptat să crească ușor spre finele anului 2013, susținut de reducerea ratei de economisire, în contextul diminuării venitului disponibil real. Conform proiecțiilor, consumul privat va crește într-un ritm mai alert de la începutul anului 2014, pe măsură ce dinamica venitului disponibil real se va accelera, datorită îmbunătățirii treptate a condițiilor pe piața forței de muncă și nivelurilor reduse ale inflației, în pofida unei ușoare creșteri a ratei de economisire. Consumul administrațiilor publice este proiectat să înregistreze o creștere moderată în cadrul orizontului de proiecție.

Conform proiecțiilor, dinamica importurilor din afara zonei euro va consemna o accelerare moderată pe parcursul orizontului de proiecție, deși acestea vor fi în continuare limitate de nivelul scăzut al cererii globale. Se anticipează că exportul net va avea numai o contribuție marginală la dinamica PIB real în cadrul orizontului de proiecție. Se estimează că excedentul de cont curent se va majora pe parcursul orizontului de proiecție, ajungând la 2,6% din PIB în anul 2015.

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – septembrie 2013, proiecția privind creșterea PIB real pentru anul 2013 a rămas nemodificată, fiind revizuită în sens ascendent cu 0,1 puncte procentuale pentru anul 2014 și reflectând, în mare parte, un efect de report pozitiv mai pronunțat aferent unei revizuirii modeste în sens ascendent a perspectivelor la finele anului 2013.

PROIECȚII PRIVIND PREȚURILE ȘI COSTURILE

Rata inflației IAPC totale s-a situat la 0,9% în luna noiembrie 2013, în scădere de la 2,5% în anul 2012. Reducerea inflației pe parcursul anului 2013 reflectă, în mare măsură, contribuțiile mai scăzute ale prețurilor produselor energetice și alimentelor, precum și tendința de trenare a prețurilor serviciilor și produselor industriale non-energetice (a se vedea secțiunea 3 din această ediție a Buletinului lunar).

Privind în perspectivă, se estimează că rata inflației IAPC se va menține la niveluri scăzute, consemnând o creștere ușoară la sfârșitul anului 2014 și accelerându-se în continuare în anul 2015, pe fondul redresării treptate a activității economice. Se preconizează că rata anuală a inflației se va situa la 1,4% în anul 2013, la 1,1% în 2014 și la 1,3% în 2015.

Perspectivile unei evoluții moderate a inflației reflectă efectele în sensul scăderii ale prețurilor produselor energetice datorate reducerii cotațiilor *futures* ale petrolului, aprecierii anterioare a euro și persistenței deficitului de cerere agregată. Mai exact, se anticipează scăderea în continuare a prețurilor produselor energetice în anii 2014 și 2015, reflectând traiectoria estimată a prețurilor petrolului. Astfel, contribuția componentei produse energetice la inflația IAPC totală se așteaptă să fie nesemnificativă în anul 2014 și

ușor negativă în 2015, situându-se astfel la un nivel net inferior mediei istorice. Se estimează reducerea dinamicii prețurilor alimentelor în primele trei trimestre ale anului 2014, datorită efectelor de bază favorabile și scăderii anticipate a prețurilor materiilor prime alimentare la nivel european și internațional, urmată de o accelerare ușoară în 2015, pe măsura reluării creșterii preconizate a prețurilor materiilor prime alimentare (a se vedea graficul). Conform proiecțiilor, inflația IAPC, exclusiv produse energetice și alimente, va crește moderat pe parcursul anului 2014, atingând o rată anuală de 1,4% în 2015. Pe măsură ce impactul în sensul creșterii al majorărilor anterioare ale impozitelor indirecte este așteptat să se diminueze în anii 2014 și 2015, inflația calculată pe baza IAPC, exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte, este proiectată să se accelereze relativ mai puternic pe parcursul orizontului de proiecție (a se vedea, de asemenea, caseta 5 din această ediție a Buletinului lunar).

Presiunile inflaționiste externe s-au atenuat în primele trei trimestre ale anului 2013, ca urmare a trenării cererii pe plan mondial, a aprecierii cursului de schimb efectiv al euro și a scăderii prețurilor petrolului și ale altor materii prime nepetroliere. Astfel, se estimează că deflatorul importurilor s-a redus în termeni anuali pe parcursul acestei perioade. Deși va continua să scadă în următoarele trimestre ca urmare a acestor factori, se anticipează că deflatorul importurilor va crește ușor începând cu jumătatea anului 2014, pe măsură ce impactul favorabil al aprecierii anterioare a euro se va disipa, prețurile materiilor prime non-energetice vor urma o traiectorie ascendentă, iar cererea de importuri se va intensifica, permițând consolidarea marjelor de profit.

Cu privire la presiunile inflaționiste interne, se estimează că ritmul anual de creștere a remunerării pe salariat se va menține nemodificat la 1,8% în anii 2013 și 2014, iar ulterior va ajunge la 2,1% în anul 2015. Ritmul de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă este proiectat să se reducă de la 1,8% în 2012 la 1,4% în 2013 și la 0,9% în 2014, datorită creșterii ciclice a dinamicii productivității, reflectând răspunsul decalat al ocupării forței de muncă la accelerarea activității economice, asociat cu menținerea, în ansamblu, la aceleași niveluri a ritmului de creștere a remunerării pe salariat. În anul 2015, se anticipează că intensificarea ușor mai puternică a dinamicii remunerării pe salariat decât cea a productivității muncii va determina o revigorare modestă a dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă.

După declinul puternic înregistrat în anul 2012, se preconizează că marjele de profit (determinate ca diferența dintre deflatorul PIB la costul factorilor și ritmul de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă) se vor stabiliza în anul 2013, datorită ameliorării progresive (deși modeste) a activității economice pe parcursul anului curent. Ulterior, se așteaptă ca ameliorarea treptată a condițiilor economice să susțină redresarea modestă a marjelor de profit.

Se anticipează că majorările prețurilor administrate și ale impozitelor indirecte incluse în planurile de consolidare fiscală vor avea contribuții semnificative în sensul creșterii inflația IAPC în anii 2013 și 2014. În anul 2015, se preconizează că aceste contribuții vor fi mai puțin semnificative în proiecția de bază. Totuși, aceasta se datorează parțial lipsei informațiilor detaliate privind măsurile fiscale pentru anul respectiv.

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – septembrie 2013, proiecția privind inflația IAPC pentru anul 2013 a fost revizuită în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale, reflectând rezultatele recente sub așteptări. Proiecția privind inflația pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent cu 0,2 puncte procentuale, reflectând, de asemenea, scăderea prețurilor materiilor prime.

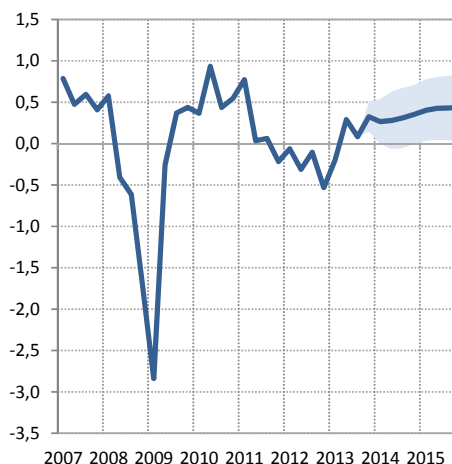
Proiecții macroeconomice¹

(date trimestriale)

Inflația IAPC în zona euro
(variații procentuale anuale)



PIB real în zona euro²⁾
(variații procentuale trimestriale)



¹⁾ Intervalele din jurul proiecțiilor centrale se bazează pe diferențele 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⁾ Date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

PERSPECTIVELE FISCALE

Pe baza ipotezelor prezentate în Caseta 1 de mai sus, deficitul public în zona euro este proiectat să se reducă de la 3,7% din PIB în anul 2012 la 3,2% în 2013 și să scadă în continuare până la 2,6% în 2014 și 2,4% în 2015. Reducerea proiectată a deficitului în anul 2013 reflectă eforturile de consolidare fiscală în numeroase țări din zona euro și o diminuare a asistenței din fonduri publice acordate sectorului financiar. În anii 2014 și 2015, diminuarea proiectată a deficitului public va fi determinată de contribuția favorabilă a componentei ciclice și de îmbunătățirea în continuare a componentei structurale. Totuși, aceasta din urmă este proiectată să se amelioreze într-un ritm mai lent decât în 2013, fiind, în esență, determinată de continuarea creșterii moderate a cheltuielilor publice. Ca urmare, conform proiecțiilor, soldul bugetar structural (soldul ajustat ciclic, excluzând toate măsurile temporare) se va îmbunătăți considerabil în anul 2013 și, într-o mai mică măsură, până la finele orizontului de proiecție. Ponderea datoriei publice brute în PIB în zona euro este proiectată să atingă un nivel maxim de 93,6% în anul 2014 și să consemneze ulterior o scădere până la 93,1% în anul 2015.

Caseta 2

ANALIZA SENZITIVITĂȚII FISCALE

Analizele senzitivității sunt realizate, în general, pentru a cuantifica riscurile la adresa proiecției de bază provenind din traiectorii alternative ale unor ipoteze de bază. Această casetă prezintă rezultatele care s-ar obține în cazul în care s-ar implementa măsuri suplimentare de consolidare fiscală pentru a se atinge obiectivele fiscale.

După cum s-a menționat în caseta 1, ipotezele privind politicile fiscale includ toate măsurile deja aprobate de parlamentele naționale sau care au fost prezentate în detaliu de către administrațiile publice și care au o probabilitate ridicată de a fi adoptate în cadrul procesului legislativ. Pentru majoritatea țărilor, măsurile cuprinse în proiecția de bază nu corespund cu cerințele de consolidare fiscală prevăzute de componenta corectivă sau de cea preventivă a Pactului de stabilitate și creștere. Angajamentul de a respecta aceste cerințe este reflectat, în general, în obiectivele fiscale prezentate de administrațiile publice în actualizările din 2013 ale programului de stabilitate, în documentele programelor UE-FMI și, într-o anumită măsură, în proiectele de buget recente pentru anul 2014. Totuși, de multe ori, măsurile care stau la baza îndeplinirii acestor obiective lipsesc sau nu sunt suficient de precise, nefiind astfel luate în considerare în proiecția de bază, cu precădere pentru anul 2015, an care în majoritatea țărilor nu este acoperit de exercițiile bugetare actuale. Prin urmare, nu este numai necesar, ci și posibil ca, până în anul 2015, administrațiile publice să adopte măsuri de consolidare fiscală suplimentare față de cele incluse în proiecția de bază. Impactul acestor măsuri suplimentare de consolidare fiscală asupra dinamicii PIB real și inflației IAPC poate fi măsurat prin intermediul unei analize a senzitivității fiscale. Realizarea unei astfel de analize este importantă în vederea evaluării riscurilor la adresa proiecției de bază.

Ipoteze care stau la baza analizei sensibilității fiscale

Analiza sensibilității fiscale pornește de la „decalajul fiscal” dintre obiectivele bugetare ale administrațiilor publice și proiecțiile bugetare de bază. Pentru a evalua măsurile suplimentare posibile de consolidare fiscală sunt utilizate condiții și informații specifice fiecărei țări în ceea ce privește dimensiunea și componența acestor măsuri. Informațiile specifice fiecărei țări urmăresc îndeosebi să surprindă incertitudinile asociate obiectivelor fiscale, probabilitatea unor măsuri suplimentare de consolidare fiscală, precum și efectele conexe de *feedback* la nivel macroeconomic.

Pe baza acestei abordări, se estimează că măsurile suplimentare de consolidare pentru zona euro se situează, în general, la nivelul zero în anul 2013 și la aproximativ 0,2% din PIB în 2014, în timp ce pentru anul 2015 se preconizează un număr mai mare de măsuri suplimentare posibile (aproximativ 0,6% din PIB, valoarea cumulată a măsurilor suplimentare de consolidare urmând să ajungă la aproximativ 0,8% din PIB la finele anului 2015). În ceea ce privește componența măsurilor fiscale, analiza sensibilității urmărește să includă profiluri specifice anumitor țări și perioade de timp pentru cele mai probabile eforturi suplimentare de consolidare. În cadrul acestui exercițiu, la nivelul agregat al zonei euro, se estimează că procesul de consolidare fiscală vizează într-o mare măsură partea cheltuielilor din buget, însă include și majorări ale impozitelor directe și indirecte, precum și contribuții la asigurările sociale.

Impactul macroeconomic al măsurilor suplimentare de consolidare fiscală

Rezultatele simulării impactului din cadrul analizei sensibilității fiscale asupra dinamicii PIB real și inflației IAPC pentru zona euro utilizând Noul model pentru zona euro (*New Area-Wide Model*)¹ al BCE sunt sintetizate în tabelul de mai jos.

Impactul macroeconomic estimat al măsurilor suplimentare de consolidare fiscală asupra dinamicii PIB real și inflației IAPC în zona euro

Ipoteze (% din PIB)	2013	2014	2015
Obiectivele bugetare ale administrațiilor publice ¹⁾	-3,1	-2,4	-1,6
Proiecțiile fiscale de bază	-3,2	-2,6	-2,4
Măsurile suplimentare de consolidare fiscală (cumulate) ²⁾	0,0	0,2	0,8
Efectele măsurilor suplimentare de consolidare fiscală (puncte procentuale)³⁾			
Dinamica PIB real	0,0	-0,1	-0,3
Inflația IAPC	0,0	0,0	0,2

¹⁾ Obiective nominale astfel cum sunt incluse în cele mai recente documente ale programului UE-FMI pentru țările relevante; cele mai recente recomandări în cadrul procedurii de deficit excesiv pentru țările care fac obiectul unei asemenea proceduri; proiecte de buget pentru anul 2014 și actualizări ale programelor de stabilitate pentru 2013 pentru țările care nu sunt supuse unei proceduri de deficit excesiv.

²⁾ Analiza sensibilității bazată pe evaluările experților Eurosistemului.

³⁾ Abateri de la proiecția de bază în puncte procentuale pentru dinamica PIB real și inflația IAPC (ambele în termeni anuali). Impactul macroeconomic este simulat utilizând Noul model pentru zona euro (*New Area-Wide Model*) al BCE.

Impactul macroeconomic al măsurilor suplimentare de consolidare fiscală este limitat în anii 2013 și 2014. În 2015, impactul asupra dinamicii PIB real este estimat la aproximativ -0,3 puncte procentuale, în timp ce impactul asupra inflației IAPC este estimat la aproximativ 0,2 puncte procentuale. Astfel, analiza relevă unele riscuri în sensul scăderii la adresa proiecției de bază pentru dinamica PIB real în special în anul 2015, întrucât măsurile suplimentare de consolidare fiscală preconizate nu au fost incluse încă în totalitate în proiecția de bază. Totodată, există riscuri în sensul creșterii la adresa inflației, deoarece se estimează că o parte a măsurilor suplimentare de consolidare derivă din majorări ale impozitelor indirecte.

Ar trebui subliniat că această analiză a sensibilității fiscale se axează numai pe efectele potențiale pe termen scurt ale măsurilor suplimentare posibile de consolidare fiscală. Deși chiar și măsurile de consolidare fiscală concepute corespunzător au deseori efecte negative pe termen scurt asupra dinamicii PIB real, există efecte pozitive pe termen mai lung asupra activității economice care nu sunt evidente în cadrul orizontului analizei de față².

În cele din urmă, rezultatele acestei analize nu ar trebui interpretate ca punând la îndoială necesitatea unor eforturi suplimentare de consolidare fiscală pe parcursul orizontului de proiecție. Într-adevăr, sunt necesare eforturi suplimentare de consolidare pentru restabilirea finanțelor publice solide în zona euro. Fără astfel de măsuri de consolidare, există riscul ca evaluarea datoriei suverane să fie afectată nefavorabil. De asemenea, efectele asupra încrederii ar putea fi negative, împiedicând redresarea economică.

1 Pentru o descriere a Noului model pentru zona euro (*New Area-Wide Model*), a se vedea Christoffel K., Coenen G. și Warne A., "The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper Series*, nr. 944, BCE, 2008.

2 Pentru o analiză mai detaliată a efectelor macroeconomice ale consolidării fiscale, a se vedea caseta intitulată "The role of fiscal multipliers in the current consolidation debate", Buletin lunar, BCE, decembrie 2012.

Caseta 3

PROGNOZE ALE 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 una cu cealaltă 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).

Conform prognozelor puse în prezent la dispoziție de alte instituții, se preconizează că PIB real în zona euro se va reduce cu 0,4% în anul 2013, nivel identic cu cel prevăzut în proiecțiile experților Eurosistemului. Dinamica PIB real este proiectată să se intensifice treptat cu valori cuprinse între 0,9% și 1,1% în 2014 și între 1,3% și 1,7% în 2015, tendință similară traiectoriei prevăzute de proiecțiile experților Eurosistemului.

În ceea ce privește inflația, prognozele puse la dispoziție de alte instituții relevă o rată anuală medie a inflației IAPC cuprinsă între 1,4% și 1,5% în anul 2013, niveluri apropiate de cel indicat în proiecțiile experților Eurosistemului. Se anticipează că rata medie a inflației IAPC se va situa între 1,2% și 1,5% în 2014 și între 1,2% și 1,6% în 2015 în celelalte proiecții disponibile.

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

(variații procentuale anuale medii)

	Data publicării	Creșterea PIB			Inflația IAPC		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
Proiecțiile experților Eurosistemului	decembrie 2013	-0,4 [-0,5 – -0,3]	1,1 [0,4 – 1,8]	1,5 [0,4 – 2,6]	1,4 [1,4 – 1,4]	1,1 [0,6 – 1,6]	1,3 [0,5 – 2,1]
Comisia Europeană	noiembrie 2013	-0,4	1,1	1,7	1,5	1,5	1,4
OCDE	noiembrie 2013	-0,4	1,0	1,6	1,4	1,2	1,2
Barometrul zonei euro	noiembrie 2013	-0,4	1,1	1,5	1,5	1,4	1,6
Previziunile <i>Consensus Economics</i>	noiembrie 2013	-0,4	0,9	1,3	1,4	1,3	1,6
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	noiembrie 2013	-0,4	1,0	1,5	1,4	1,5	1,6
FMI	octombrie 2013	-0,4	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4

Sursa: Previziunile economice ale Comisiei Europene, toamna anului 2013; *IMF World Economic Outlook*, octombrie 2013; *OECD Economic Outlook*, noiembrie 2013; 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.

© 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.