



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

EDITORIAL

Pe baza analizelor economice și monetare periodice, Consiliul guvernatorilor BCE a decis, în ședința din data de 4 septembrie 2014, reducerea ratei dobânzii la operațiunile principale de refinanțare ale Eurosistemului cu 10 puncte de bază, până la 0,05%, și a ratei dobânzii la facilitatea de creditare marginală cu 10 puncte de bază, până la 0,30%. Rata dobânzii la facilitatea de depozit a fost diminuată cu 10 puncte de bază, până la -0,20%. De asemenea, Consiliul guvernatorilor a decis să inițieze achiziționarea de active din sectorul privat nefinanciar. Eurosistemul va cumpăra un portofoliu extins de titluri garantate cu active (TGA) simple și transparente, activele-suport constând în creanțe asupra sectorului privat nefinanciar din zona euro, în cadrul programului de achiziționare de TGA (*ABS purchase programme* – ABSPP). Aceasta reflectă rolul pieței TGA în facilitarea noilor fluxuri de credite către economie și urmează intensificării preparativelor în acest domeniu, în conformitate cu decizia Consiliului guvernatorilor din luna iunie. În paralel, Eurosistemul va cumpăra, de asemenea, un portofoliu extins de obligațiuni garantate în euro emise de IFM cu sediul în zona euro în cadrul unui nou program de achiziționare de obligațiuni garantate (*covered bond purchase programme* – CBPP3). Intervențiile în cadrul acestor programe vor începe în luna octombrie 2014. Modalitățile detaliate de implementare a acestor programe vor fi anunțate după ședința Consiliului guvernatorilor din data de 2 octombrie 2014. Noile măsuri, alături de operațiunile țintite de refinanțare pe termen mai lung care vor fi derulate în curând, vor avea un impact semnificativ asupra bilanțului Eurosistemului.

Aceste decizii se vor adăuga seriei de măsuri de politică monetară adoptate în ultimele luni. Astfel, deciziile vor sprijini semnalele Consiliului guvernatorilor privind orientarea viitoare a ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE, reflectând existența unor diferențe semnificative și în creștere între principalele economii dezvoltate în ceea ce privește ciclul de politică monetară. Deciziile vor consolida funcționarea mecanismului de transmisie a politicii monetare și vor susține activitatea de creditare a economiei în ansamblu. În analiza sa, Consiliul guvernatorilor a luat în considerare perspectivele persistenței unei inflații scăzute, în ansamblu, temperarea ritmului de creștere a zonei euro în ultima perioadă și dinamica în continuare modestă a masei monetare și a creditului. Deciziile din data de 4 septembrie 2014, alături de celelalte măsuri deja în vigoare, au drept scop susținerea ancorării ferme a anticipațiilor privind inflația pe termen mediu și lung la niveluri compatibile cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2%. Odată cu propagarea la nivelul economiei, aceste măsuri vor contribui la revenirea ratelor inflației la valori mai apropiate de 2%. În cazul în care vor fi necesare noi măsuri pentru a contracara în continuare riscurile înregistrării unei

inflații scăzute pentru o perioadă prea îndelungată, Consiliul guvernatorilor își asumă în unanimitate angajamentul de a utiliza instrumente neconvenționale suplimentare în limita mandatului său.

Referitor la analiza economică, după patru trimestre de creștere moderată, în trimestrul II 2014 PIB real în zona euro s-a menținut nemodificat față de intervalul precedent. Deși a reflectat parțial acțiunea unor factori conjuncturali, acest rezultat a fost inferior celui anticipat. Pentru trimestrul III 2014, datele din sondaje disponibile până în luna august indică o pierdere de ritm în evoluția ciclului economic, deși acestea sunt în continuare compatibile cu o creștere modestă.

Cererea internă ar trebui să fie sprijinită de seria de măsuri de politică monetară adoptate, de continuarea procesului de ameliorare a condițiilor financiare, de progresele consemnate în domeniul consolidării fiscale și al reformelor structurale și de reducerea prețurilor produselor energetice, cu efect favorabil asupra veniturilor disponibile reale. De asemenea, cererea de export ar trebui să fie susținută de redresarea economică la nivel mondial. Pe de altă parte, este probabil ca redresarea economică să fie în continuare afectată de rata ridicată a șomajului, de gradul substanțial de neutilizare a capacităților de producție, de menținerea la valori negative a variației anuale a împrumuturilor IFM acordate sectorului privat și de ajustările bilanțiere necesare în sectorul public și în cel privat. În viitor, factorii principali de influență și ipotezele pe care se bazează perspectivele de creștere economică trebuie atent monitorizate.

Aceste elemente se reflectă în proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2014, care anticipează un ritm anual de creștere a PIB real de 0,9% în 2014, 1,6% în 2015 și, respectiv, 1,9% în 2016. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2014, proiecțiile privind creșterea PIB real în anii 2014 și 2015 au fost revizuite în sens descendent, iar cea pentru 2016, în sens ascendent.

Consiliul guvernatorilor consideră că perspectivele economice pentru zona euro sunt grevate de riscuri în sensul scăderii. Pierderea de ritm a activității economice poate afecta îndeosebi investițiile private, iar riscurile geopolitice sporite ar putea exercita un impact negativ suplimentar asupra încrederii sectorului corporativ și a consumatorilor. Un alt risc în sensul scăderii se referă la reformele structurale insuficiente în țările din zona euro.

Conform estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a situat la nivelul de 0,3% în luna august 2014, față de 0,4% în luna iulie. Această scădere reflectă, în principal, dinamica mai redusă a prețurilor produselor energetice, celelalte componente principale menținându-se, în linii mari, nemodificate în termeni agregați. Ratele inflației au înregistrat niveluri reduse pe o perioadă îndelungată. Deciziile din data de 4 septembrie 2014, alături de celelalte măsuri deja în vigoare, au drept scop susținerea

ancorării ferme a anticipațiilor privind inflația pe termen mediu și lung la niveluri compatibile cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2%. Pe baza informațiilor actuale, se preconizează că rata anuală a inflației IAPC va continua să se situeze la niveluri scăzute și în lunile următoare, urmând să crească progresiv în anii 2015 și 2016.

Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2014 anticipează o rată anuală a inflației IAPC de 0,6% în 2014, de 1,1% în 2015 și de 1,4% în 2016. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2014, proiecția privind rata inflației pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent. Proiecțiile pentru anii 2015 și 2016 s-au menținut neschimbate.

Având în vedere măsurile adoptate la data de 4 septembrie 2014, Consiliul guvernatorilor va continua să monitorizeze cu atenție riscurile la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor pe termen mediu. În acest context, Consiliul guvernatorilor va urmări în special posibilele repercusiuni ale dinamicii modeste a creșterii economice, evoluțiile geopolitice, evoluția cursului de schimb și propagarea măsurilor de politică monetară adoptate.

Referitor la analiza monetară, datele pentru luna iulie 2014 indică în continuare o dinamică scăzută a masei monetare (M3), ritmul anual situându-se la 1,8% în luna iulie, față de 1,6% în luna iunie. Dinamica agregatului monetar în sens restrâns M1 a fost de 5,6% în luna iulie, în creștere de la 5,4% în luna iunie. Un factor important de susținere a ritmului anual de creștere a M3 l-a constituit în continuare majorarea activelor externe nete ale sectorului IFM, care reflectă parțial menținerea interesului investitorilor internaționali pentru activele zonei euro.

Variația anuală a creditelor acordate societăților nefinanciare (date ajustate cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare) a rămas în teritoriu negativ, situându-se la -2,2% în luna iulie, nivel neschimbat față de luna anterioară. Totuși, fluxul net al rambursărilor a consemnat din nou un nivel semnificativ în luna iulie. Activitatea de creditare a societăților nefinanciare continuă să reflecte decalajul acesteia în raport cu ciclul economic, riscul de credit, factorii care influențează oferta de credite, precum și ajustarea continuă a bilanțurilor în sectorul financiar și cel nefinanciar. Ritmul anual de creștere a creditelor acordate populației (date ajustate cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare) s-a situat la 0,5% în luna iulie 2014, nivel neschimbat, în linii mari, de la începutul anului 2013.

Pe fondul trenării dinamicii creditului, BCE este în curs de finalizare a evaluării cuprinzătoare a bilanțurilor băncilor, care prezintă o importanță deosebită pentru depășirea constrângerilor privind oferta de credite.

În concluzie, coroborarea rezultatului analizei economice cu semnalele evidențiate de analiza monetară a determinat Consiliul guvernatorilor să decidă adoptarea unor măsuri care să amplifice caracterul acomodativ al politicii monetare și să sprijine activitatea de creditare a economiei reale.

Referitor la reformele structurale, mai multe state membre au adoptat măsuri importante, în timp ce în altele sunt încă necesare legiferarea și implementarea unor astfel de măsuri. În prezent, aceste eforturi trebuie, în mod evident, intensificate în vederea obținerii unui nivel mai ridicat de creștere sustenabilă și de ocupare a forței de muncă în zona euro. Se impun implementarea unor reforme structurale ferme pe piața bunurilor și serviciilor și pe piața forței de muncă, precum și adoptarea unor măsuri de ameliorare a mediului de afaceri. Cu privire la politicile fiscale, procesul amplu de consolidare fiscală din ultimii ani a contribuit la reducerea dezechilibrelor bugetare. Țările din zona euro ar trebui să nu renunțe la progresele înregistrate în domeniul consolidării fiscale și să acționeze în conformitate cu Pactul de stabilitate și creștere. Pactul reprezintă o ancoră pentru gradul de încredere, iar flexibilitatea existentă la nivelul regulilor fiscale permite acoperirea cheltuielilor bugetare aferente reformelor structurale majore și sprijinirea cererii. De asemenea, există o marjă de manevră pentru adoptarea unei structuri a politicii fiscale mai favorabile creșterii economice. Implementarea integrală și consecventă a cadrului existent de supraveghere macroeconomică și fiscală al zonei euro este esențială pentru reducerea ponderilor ridicate ale datoriei publice, sporirea potențialului de creștere economică și îmbunătățirea rezistenței zonei euro la șocuri.

Această ediție a Buletinului lunar cuprinde un articol, intitulat „Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE – septembrie 2014”.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

REZUMATELE CAPITOLELOR DIN BULETINUL LUNAR AL BCE, SEPTEMBRIE 2014

EVOLUȚII ECONOMICE ȘI MONETARE

1. MEDIUL EXTERN AL ZONEI EURO

Activitatea economică globală manifestă în continuare o tendință de redresare constantă, deși se menține fragilă pe fondul persistenței evoluțiilor neuniforme la nivelul dinamicilor regionale. După un început de an modest, ritmul creșterii economice pe plan internațional s-a intensificat în trimestrul II 2014, susținut de avansul înregistrat în majoritatea economiilor dezvoltate, îndeosebi cea a Statelor Unite, și de dinamizarea activității economice pe piețele emergente, în principal datorită revigorării economiei Chinei. Indicatorii de încredere disponibili recent converg către o dinamică pozitivă susținută în trimestrul al treilea al anului. Pe termen mediu, se preconizează că ritmul de creștere economică globală se va accelera treptat, deși se va menține relativ moderat, grevat de constrângerile referitoare la capacitățile de producție, de dezechilibrele macroeconomice sau financiare, de incertitudinile aferente politicilor economice și de riscurile geopolitice. Dinamica schimburilor comerciale internaționale a consemnat o încetinire în perioada recentă, însă există semnale că aceasta va atinge un punct de inflexiune în semestrul II 2014. După intensificarea înregistrată în trimestrul al doilea, inflația globală s-a temperat în luna iulie. Privind în perspectivă, se preconizează că presiunile inflaționiste vor fi reduse, într-un context caracterizat prin diminuarea treptată a deficitului de cerere agregată la nivel internațional, prin cotații relativ stabile ale petrolului și prin ancorarea solidă a anticipațiilor privind inflația.

2. EVOLUȚII MONETARE ȘI FINANCIARE

2.1. Moneda și creditele acordate de IFM

Dinamica anuală a M3 a continuat să se redreseze în luna iulie 2014, pe fondul influenței exercitate de trei factori principali: apetitul sporit pentru lichiditate monetară al deținătorilor de resurse, creșterile înregistrate de activele externe nete ale sectorului IFM și diminuarea contracției creditului. Totuși, informațiile disponibile pentru trimestrul II și luna iulie 2014 semnalează în continuare trenarea dinamicii masei monetare și a creditului. Variația împrumuturilor acordate sectorului privat s-a menținut modestă, în condițiile trenării ritmului anual de creștere a creditelor pentru populație și ale semnalelor privind stabilizarea dinamicii anuale negative a împrumuturilor acordate societăților nefinanciare, în pofida nivelului semnificativ înregistrat de fluxul net al rambursărilor în

luna iulie. Acumularea de active externe nete de către sectorul IFM a acționat în continuare ca vector principal al creației monetare în zona euro în trimestrul II și în luna iulie 2014. Totodată, perioada de trei luni încheiată în iulie a consemnat întreruperea trendului descendent al deținerilor IFM de active principale. Mai mult, aceste dețineri ale sectorului IFM au înregistrat chiar o majorare în trimestrul II și în luna iulie 2014 în țările care nu se confruntă cu dificultăți.

2.2. Plasamente financiare ale sectoarelor nefinanciare și ale investitorilor instituționali

Dinamica anuală a plasamentelor financiare efectuate de sectoarele nefinanciare s-a redus ușor și a atins un nou minim istoric în trimestrul I 2014, menținându-se pe traiectoria descendentă consemnată de la începutul anului 2011, pe fondul trenării activității economice și al evoluției modeste a veniturilor disponibile. În același timp, ritmul anual de creștere a plasamentelor financiare realizate de societățile de asigurări și fondurile de pensii s-a menținut stabil. Fondurile de investiții, altele decât fondurile de piață monetară, au înregistrat în continuare volume semnificative de intrări în trimestrul II 2014, în timp ce fondurile de piață monetară au continuat să consemneze ieșiri modeste.

2.3. Ratele dobânzilor pe piața monetară

În intervalul cuprins între finele lunii mai și începutul lunii septembrie 2014, ratele dobânzilor pe piața monetară au consemnat o diminuare moderată în ansamblu, ca urmare a deciziilor adoptate de Consiliul guvernatorilor în luna iunie, traiectoria descendentă fiind întreruptă doar temporar de volatilitatea specifică fiecărui sfârșit de lună. Majorarea volumului lichidității excedentare în urma suspendării operațiunilor săptămânale de reglaj fin prin care s-a sterilizat lichiditatea injectată în cadrul Programului destinat piețelor titlurilor de valoare a fost parțial compensată prin reducerea apelului la operațiuni de piață și prin rambursarea în continuare a lichidității atrase prin operațiunile de refinanțare pe termen mai lung (ORTL) cu scadența la trei ani.

2.4. Piața obligațiunilor

În intervalul cuprins între sfârșitul lunii mai și începutul lunii septembrie 2014, randamentele obligațiunilor de stat din SUA și din zona euro au consemnat reduceri. Scăderile ample înregistrate la nivelul randamentelor obligațiunilor pe piețele internaționale par să reflecte intensificarea incertitudinilor geopolitice din perioada analizată, în pofida unor date economice relativ divergente în cele două spații economice. De asemenea, în cazul zonei euro, reducerea randamentelor asociate titlurilor de stat reflectă impactul măsurilor de politică monetară anunțate în luna iunie și al datelor economice oarecum divergente, trendul descendent consemnând o accentuare în ultima parte a intervalului analizat. *Spread*-urile între randamentele obligațiunilor guvernamentale din țările zonei euro s-au restrâns, într-un context caracterizat de

diminuarea incertitudinilor pe piețele obligațiunilor. Indicatorii de piață semnalează reducerea anticipațiilor privind inflația pe termen lung în zona euro de-a lungul perioadei analizate, acestea menținându-se însă la niveluri compatibile cu stabilitatea prețurilor.

2.5. Piața acțiunilor

În perioada cuprinsă între finele lunii mai și începutul lunii septembrie 2014, cotațiile titlurilor au cunoscut evoluții volatile, sub influența tensiunilor geopolitice și a unor date economice relativ divergente la nivelul spațiilor economice. Acțiunile din zona euro s-au ieftinit pe parcursul intervalului analizat, deși către sfârșitul lunii iulie s-a observat un reviriment, în contextul anticipațiilor privind anunțarea unor rezultate financiare favorabile. În schimb, redresarea prețurilor acțiunilor în Statele Unite din ultimele săptămâni ale intervalului analizat a condus la obținerea unor câștiguri semnificative la nivelul întregii perioade, pe seama anticipațiilor referitoare la reducerea achizițiilor de active financiare de către Sistemul Rezervelor Federale și a unor informații pozitive cu privire la creșterea economică și piața forței de muncă.

2.6. Finanțarea și situația financiară a societăților nefinanciare

În perioada aprilie-iulie 2014, costul real de finanțare a societăților nefinanciare din zona euro a înregistrat o reducere ușoară, reflectând diminuarea costului real al finanțării prin îndatorare pe piață și al împrumuturilor bancare, evoluții care au prevalat asupra impactului amplificării costului real asociat emisiunii de acțiuni. Totodată, standardele de creditare în relația cu societățile nefinanciare au cunoscut o relaxare netă în trimestrul II 2014, pentru prima dată din trimestrul II 2007. Se estimează că fluxurile de finanțare externă către societățile nefinanciare s-au redresat în ultimele luni, deși se mențin la niveluri modeste. Această ameliorare reflectă atât comprimarea fluxului net al rambursărilor de credite acordate de către IFM societăților nefinanciare, cât și majorarea volumului net de titluri de valoare emise de către companii.

2.7. Finanțarea și situația financiară a sectorului gospodăriile populației

În trimestrul II 2014, condițiile de finanțare a gospodăriilor populației din zona euro au fost caracterizate de declinul ratelor dobânzilor active practicate de bănci, pe fondul persistenței unui grad ridicat de eterogenitate la nivelul țărilor membre și al instrumentelor utilizate. Evoluțiile în continuare modeste observate la nivelul împrumuturilor acordate sectorului gospodăriile populației sunt determinate de acțiunea mai multor factori, printre care dinamica modestă a veniturilor disponibile ale populației, nivelul ridicat al șomajului și al fiscalității, situația nefavorabilă de pe piețele imobiliare, necesitatea de a corecta nivelurile excesive ale acumulării de datorii și incertitudinile care grevează perspectivele economice. Estimările referitoare la trimestrul II 2014 sugerează revenirea ritmului anual

de creștere a împrumuturilor acordate sectorului gospodăriile populației în spectrul valorilor pozitive pe parcursul intervalului respectiv și majorarea marginală a ponderii datoriei în venitul disponibil brut al sectorului gospodăriile populației.

3. PREȚURI ȘI COSTURI

Conform estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a situat la nivelul de 0,3% în luna august 2014, față de 0,4% în luna iulie. Această scădere reflectă, în principal, dinamica mai redusă a prețurilor produselor energetice, celelalte componente principale menținându-se, în linii mari, neschimbate în termeni agregați. Ratele inflației au înregistrat niveluri reduse pe o perioadă îndelungată. Deciziile de politică monetară din data de 4 septembrie 2014, alături de celelalte măsuri deja în vigoare, au avut drept scop susținerea ancorării ferme a anticipațiilor privind inflația pe termen mediu și lung la niveluri compatibile cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2%. Pe baza informațiilor actuale, se preconizează că rata anuală a inflației IAPC va continua să se situeze la niveluri scăzute și în lunile următoare, urmând să crească progresiv în anii 2015 și 2016.

Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2014 anticipează o rată anuală a inflației IAPC de 0,6% în 2014, de 1,1% în 2015 și de 1,4% în 2016. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2014, proiecția privind rata inflației pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent. Proiecțiile pentru anii 2015 și 2016 s-au menținut neschimbate.

Riscurile la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor pe termen mediu vor fi monitorizate cu atenție, fiind urmărite, în special, posibilele repercusiuni ale dinamicii modeste a creșterii economice, evoluțiile geopolitice, evoluția cursului de schimb și propagarea măsurilor de politică monetară adoptate.

4. PRODUCȚIA, CEREREA ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

După patru trimestre de creștere moderată, în trimestrul II 2014 PIB real în zona euro s-a menținut neschimbate față de intervalul precedent. Deși a reflectat parțial acțiunea unor factori conjuncturali, acest rezultat a fost inferior celui anticipat. Pentru trimestrul III 2014, datele din sondaje disponibile până în luna august indică o pierdere de ritm în evoluția ciclului economic, deși acestea sunt în continuare compatibile cu o creștere modestă. Cererea internă ar trebui să fie sprijinită de seria de măsuri de politică monetară adoptate, de continuarea procesului de ameliorare a condițiilor financiare, de progresele consemnate în domeniul consolidării fiscale și al reformelor structurale și de reducerea prețurilor produselor energetice, cu efect favorabil asupra veniturilor disponibile reale. De asemenea, cererea de exporturi ar trebui să fie susținută de redresarea economică

la nivel mondial. Pe de altă parte, este probabil ca redresarea economică să fie în continuare afectată de rata ridicată a șomajului, de gradul substanțial de neutilizare a capacităților de producție, de menținerea la valori negative a variației anuale a împrumuturilor IFM acordate sectorului privat și de ajustările bilanțiere necesare în sectorul public și în cel privat.

Aceste elemente se reflectă în proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2014, care anticipează un ritm anual de creștere a PIB real de 0,9% în 2014, 1,6% în 2015 și, respectiv, 1,9% în 2016. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2014, proiecțiile privind creșterea PIB real în anii 2014 și 2015 au fost revizuite în sens descendent, iar cea pentru 2016, în sens ascendent. Perspectivele economice pentru zona euro sunt grevate de riscuri în sensul scăderii.

5. EVOLUȚII FISCALE

Pe baza celor mai recente date statistice privind finanțele publice în zona euro, deficitul bugetar în zona euro a continuat să scadă în trimestrul I 2014, în timp ce ponderea datoriei publice în PIB s-a majorat în continuare. Potrivit proiecțiilor macroeconomice ale experților BCE din luna septembrie 2014, deficitul bugetar al zonei euro se va reduce treptat de la 3% din PIB în anul 2013 la 1,9% din PIB în anul 2016, iar ponderea datoriei publice va atinge un nivel maxim în 2014.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR BCE, SEPTEMBRIE 2014¹

Indicatorii recenți relevă perspective mai puțin favorabile pe termen scurt, într-un context caracterizat de evoluții modeste ale schimburilor comerciale, tensiuni geopolitice și incertitudini privind procesul de reformă în unele țări din zona euro. Cu toate acestea, în proiecția de bază se mențin premisele continuării redresării economice. Cererea internă va beneficia de orientarea acomodativă a politicii monetare, consolidată prin măsurile convenționale și neconvenționale adoptate în luna iunie 2014, și de condițiile mai favorabile de creditare. Proiecțiile de bază sugerează o conduită a politicii fiscale, în linii mari, neutră, după o perioadă de câțiva ani de înăsprire substanțială. De asemenea, consumul privat va fi susținut de impactul nivelului redus al prețurilor materiilor prime și de cel al creșterii veniturilor, pe fondul ameliorării treptate a condițiilor pe piețele forței de muncă; deși vor fi inițial frânate de gradul ridicat de neutilizare a capacităților de producție, investițiile vor beneficia de reducerea necesității unor ajustări bilanțiere și de efectele procesului de recuperare a decalajelor, după înregistrarea, timp de mai mulți ani, a unei activități economice scăzute. Exporturile vor fi favorizate de redresarea economică graduală pe plan mondial, potențată de efectele deprecierei cursului de schimb efectiv al euro. Se preconizează că PIB real va crește cu 0,9% în 2014, cu 1,6% în 2015 și cu 1,9% în 2016. Dat fiind că depășesc ritmul estimat de creștere a PIB potențial, aceste majorări contribuie la reducerea progresivă a deficitului de cerere agregată.

Se prognozează că inflația IAPC în zona euro se va menține la niveluri scăzute pe termen scurt, rata medie a acesteia situându-se la 0,6% în anul 2014. Ulterior, aceasta ar urma să consemneze o creștere graduală până la 1,1% în anul 2015 și 1,4% în 2016. Avansul proiectat al inflației totale reflectă ameliorarea anticipată a activității economice, care conduce la o dinamizare a câștigurilor salariale și a profiturilor. De asemenea, se așteaptă ca scumpirea preconizată a materiilor prime non-energetice și, în general, a importurilor zonei euro, asociată și deprecierei cursului de schimb al euro, să alimenteze presiunile inflaționiste. Perspectivele privind inflația sunt însă moderate de persistența deficitului de cerere agregată și de scăderea anticipată a prețurilor petrolului, care reflectă panta descrescătoare descrisă de curba cotațiilor futures.

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – iunie 2014, proiecția privind dinamica PIB real pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent,

¹ Proiecțiile macroeconomice ale experților BCE reprezintă o contribuție la evaluarea Consiliului guvernatorilor privind evoluțiile economice și riscurile la adresa stabilității prețurilor. Informații referitoare 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. Data-limită pentru includerea celor mai recente informații în cadrul acestui exercițiu a fost 21 august 2014.

cu 0,2 puncte procentuale, reflectând rezultatele sub așteptări pentru trimestrul II 2014 și scăderea exporturilor în semestrul II 2014. Proiecția pentru 2015 a fost, de asemenea, revizuită în sens descendent, în principal pe seama unui efect de report mai puțin favorabil. În schimb, proiecția pentru 2016 a fost revizuită în sens ascendent, cu 0,1 puncte procentuale, mai ales pe fondul impactului favorabil al îmbunătățirii condițiilor de finanțare a investițiilor private. Inflația IAPC pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent cu 0,2 puncte procentuale, reflectând nivelurile sub așteptări consemnate de inflația IAPC în ultimele luni. Pentru anii 2015 și 2016, proiecțiile se mențin nemodificate, dat fiind că dinamica mai redusă decât cea proiectată anterior pentru inflația IAPC exclusiv produse energetice este, în esență, compensată de creșterile relativ mai puternice ale dinamicii prețurilor produselor energetice, având în vedere ipotezele privind majorarea prețurilor petrolului și deprecierea cursului de schimb.

Măsurile de politică monetară adoptate recent de BCE sunt incluse în proiecția de bază numai prin intermediul impactului acestora asupra ipotezelor financiare tehnice (ratele dobânzilor pe piață și cotațiile acțiunilor, inclusiv cursul de schimb). Prin urmare, este probabil ca, în proiecția de bază, impactul pachetului de măsuri să fie subestimat, întrucât canalele suplimentare nu sunt incluse (Caseta 2).

Articolul sintetizează proiecțiile macroeconomice pentru zona euro pentru perioada 2014-2016. Proiecțiile care acoperă un orizont atât de îndelungat sunt marcate de incertitudini foarte pronunțate². Acest aspect ar trebui avut în vedere la interpretarea proiecțiilor macroeconomice.

Pentru prima dată, proiecțiile pentru zona euro includ Lituania.

CONTEXTUL INTERNAȚIONAL

Se anticipează că dinamica PIB real mondial (exceptând zona euro) se va accelera în cadrul orizontului de proiecție, de la 3,7% în anul 2014 la 4,2% în anul 2015 și la 4,3% în anul 2016. Făcând abstracție de volatilitatea pe termen scurt, ritmul de creștere a economiilor dezvoltate din afara zonei euro devine robust. Activitatea economică pe piețele emergente a cunoscut, de asemenea, o revigorare, datorată accelerării puternice din China. Indicatorii globali confirmă consolidarea creșterii pe termen scurt. Aceeași tendință este anticipată și pe termen mai lung. Politicile monetare puternic acomodative din economiile dezvoltate continuă să sprijine piețele financiare și redresarea activității economice la nivel mondial. Economii dezvoltate ar trebui să beneficieze într-o măsură tot mai mare de atenuarea influențelor nefavorabile, reflectând disiparea efectelor reducerii gradului de îndatorare în sectorul privat, diminuarea necesității de consolidare fiscală și îmbunătățirea condițiilor pe piețele forței de muncă. În schimb, potențialul de creștere economică din unele economii emergente va fi, probabil, limitat de infrastructura

² A se vedea articolul intitulat „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” din Buletinul lunar – mai 2013.

insuficient dezvoltată, de constrângeri privind capacitățile de producție și de dezechilibre macroeconomice, în timp ce alte economii emergente sunt într-un proces de adaptare la condiții financiare mai restrictive și la posibila normalizare a politicii monetare în Statele Unite.

Dinamica schimburilor comerciale internaționale s-a temperat începând cu sfârșitul anului 2013. Privind în perspectivă, se prognozează că relansarea investițiilor în economiile dezvoltate din afara zonei euro va genera o revigorare treptată a comerțului mondial. Cu toate acestea, se consideră că această evoluție va fi determinată și de factori structurali, printre care încetinirea ritmului de integrare prin intermediul circuitelor de aprovizionare mondiale. În consecință și în conformitate cu rundele de prognoză anterioare, proiecțiile estimează o elasticitate mai scăzută a comerțului mondial în raport cu activitatea economică față de cea înregistrată înainte de declanșarea crizei financiare mondiale. Se anticipează o creștere a schimburilor comerciale internaționale (exceptând zona euro) cu 3,9% în anul 2014, cu 5,5% în 2015 și cu 5,9% în 2016. În condițiile în care se prognozează că cererea de import din partea principalilor parteneri comerciali ai zonei euro va avea un ritm de creștere mai lent decât cererea de import din restul lumii, se așteaptă ca dinamica cererii externe a zonei euro să fie relativ mai scăzută față de cea a comerțului mondial (Tabelul 1).

Tabelul 1 Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

	Septembrie 2014				Iunie 2014			Revizuirii față de luna iunie 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real mondial (exceptând zona euro)	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Schimburile comerciale mondiale (exceptând zona euro) ¹⁾	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Cererea externă a zonei euro ²⁾	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

Notă: Revizuirile sunt calculate pe baza cifrelor nerotunjite.

¹⁾ Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – iunie 2014, perspectivele creșterii economice mondiale au fost revizuite în sens ascendent cu 0,1 puncte procentuale în anul 2014 și cu 0,2 puncte procentuale în 2015 și 2016. Revizuirile sunt însă de ordin tehnic, nefiind determinate de modificarea perspectivelor la nivel de țară. Acestea rezultă integral din actualizarea ponderilor PIB pe baza parității puterii de cumpărare utilizate pentru calcularea agregatelor referitoare la activitatea economică mondială, care acordă o importanță mai mare economiilor de piață emergente

cu un ritm de creștere mai rapid³. Excluzând efectele ponderilor modificate, dinamica PIB mondial este, în esență, nerevizuită. Cererea externă a zonei euro a fost revizuită în sens descendent, cu 0,3 puncte procentuale pentru anii 2014 și 2015 și cu 0,1 puncte procentuale pentru 2016, ceea ce reflectă anticipări privind niveluri ale schimburilor comerciale mondiale mai reduse comparativ cu cele prognozate anterior, precum și perspective mai pesimiste privind comerțul cu Rusia și Ucraina (Casetă 4).

Casetă 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, data-limită fiind 13 august 2014. Ratele dobânzilor pe termen scurt se referă la EURIBOR la trei 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 anii 2014 și 2015 și la 0,3% în anul 2016. Anticipațiile pieței cu privire la randamentele nominale ale obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani din zona euro indică un nivel mediu de 2,3% în anul 2014, de 2,2% în 2015 și de 2,5% în 2016¹. În concordanță cu traiectoria ratelor dobânzilor pe piața *forward* și cu 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 se vor menține relativ stabile în anii 2014 și 2015 și, ulterior, vor consemna o creștere modestă pe parcursul anului 2016.

Referitor la prețurile materiilor prime, în funcție de traiectoria indusă de piețele *futures* în perioada de două săptămâni încheiată la data-limită, se anticipează că prețul țițeiului Brent va scădea de la 109,8 USD/baril în trimestrul II 2014 la 102,7 USD/baril în anul 2016. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor reduce semnificativ în anul 2014, urmând să crească ușor în 2015 și să se majoreze într-un ritm relativ mai alert în 2016².

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-limită de 13 august 2014. Această ipoteză presupune un curs de schimb de 1,36 USD/EUR în anul 2014 și de 1,34 USD/EUR în anii 2015 și 2016.

³ După publicarea sondajului din anul 2011 efectuat în cadrul Programului de Comparare Internațională cu privire la noile niveluri de referință ale parității puterii de cumpărare, FMI a actualizat estimările referitoare la PIB evaluat la paritatea puterii de cumpărare în raportul *World Economic Outlook* (a se vedea caseta publicată în actualizarea din iulie 2014 a acestui raport).

Ipoteze tehnice

	Septembrie 2014				Iunie 2014			Revizuirii față de luna iunie 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Prețul petrolului (USD/baril)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Cursul de schimb USD/EUR	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE 20) (variații procentuale anuale)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	0,0

Notă: Revizuirile sunt calculate pe baza cifrelor nerotunjite.

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

Ipotezele privind politica fiscală reflectă legile bugetului aprobate în țările din zona euro și bugetele suplimentare ale acestora, proiectele de buget pe termen mediu și măsurile fiscale clar specificate în actualizările programelor de stabilitate care erau disponibile la data de 21 august 2014. Acestea includ toate măsurile deja aprobate de parlamentele naționale sau care au fost prezentate suficient de detaliat de către autoritățile guvernamentale și au o probabilitate ridicată de a fi adoptate în cadrul procesului legislativ. În ansamblu, aceste ipoteze implică, în medie, un nivel scăzut de consolidare fiscală pe parcursul orizontului de proiecție, pe baza proiectelor de buget pentru anul 2014 și a unui volum restrâns de informații pentru 2015 și 2016. Gradul estimat de consolidare fiscală în cadrul orizontului de proiecție este semnificativ inferior celui înregistrat în ultimii ani.

Comparativ cu Buletinul lunar – iunie 2014, principalele modificări la nivelul ipotezelor tehnice se referă la rate mai scăzute ale dobânzilor pe termen scurt și lung în zona euro, precum și la deprecierea cursului de schimb efectiv al euro. Deși prețurile petrolului, exprimate în dolari SUA, sunt relativ mai ridicate față de proiecțiile din luna iunie, cele ale materiilor prime non-energetice sunt mai scăzute.

¹⁾ Ipoteza privind randamentele nominale ale obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani din zona euro se bazează pe media ponderată cu PIB anual a randamentelor medii ale obligațiunilor de referință cu scadența la 10 ani ale țărilor din zona euro, extinsă utilizând traiectoria *forward*, derivată din randamentul la par al tuturor obligațiunilor 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 corespunzătoare a zonei euro 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 III 2015, 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

Redresarea economică în zona euro a cunoscut o stagnare în trimestrul II 2014, după patru trimestre de creștere modestă. Trenarea activității economice în trimestrul II 2014 pare să reflecte parțial rolul nefavorabil deținut de mai mulți factori conjuncturali. În primul rând, în primul trimestru al anului, activitatea economică a fost influențată de un efect neobișnuit în sensul creșterii datorat numărului scăzut de sărbători legale (dat fiind că întreaga vacanță școlară din perioada sărbătorilor pascale s-a desfășurat în trimestrul II 2014) și de vremea caldă din iarnă, care a stimulat activitatea în sectorul construcțiilor. Niciunul dintre aceste efecte în sensul creșterii manifestate în trimestrul I 2014 nu a fost suficient reflectat în ajustările sezoniere sau în cele cu numărul zilelor lucrătoare. Corecția acestora în trimestrul următor a avut un efect inhibitor asupra creșterii economice. În al doilea rând, în multe țări din zona euro, este posibil ca efectele calendaristice negative asociate numărului mai mare decât în mod obișnuit al „punților” din jurul sărbătorilor legale să fi redus numărul zilelor lucrătoare efective în luna mai, acest factor nefiind reflectat în ajustările cu numărul zilelor lucrătoare.

Cu privire la semestrul II 2014, deși indicatorii de încredere se situează încă la niveluri apropiate de mediile pe termen lung, scăderea consemnată recent de aceștia indică o creștere relativ modestă a activității economice pe termen scurt. Deteriorarea datelor din sondaje are loc pe fondul noii intensificări a tensiunilor geopolitice (Casetă 4), precum și al incertitudinilor asociate procesului de reformă economică în unele țări din zona euro. În ansamblu, proiecția estimează o creștere relativ moderată a activității economice în semestrul II 2014, inferioară celei anticipate anterior.

Privind în perspectivă și pornind de la ipoteza că tensiunile la nivel mondial nu vor cunoaște o nouă intensificare, se preconizează o accelerare progresivă a dinamicii PIB real pe parcursul orizontului de proiecție. Astfel, se așteaptă dinamizarea creșterii economice în anii 2015 și 2016, diferențialele de ritm între țări fiind proiectate să se reducă datorită progreselor anticipate privind atenuarea fragmentării piețelor financiare, diferențelor mai mici între traiectoriile politicilor fiscale și impactului pozitiv asupra activității economice exercitat de reformele structurale implementate anterior în unele țări. Relansarea preconizată a activității economice va fi sprijinită, în principal, de o cerere internă mai robustă, ca urmare a orientării acomodative a politicii monetare, consolidată în continuare prin măsurile convenționale și neconvenționale recente, de o conduită a politicii fiscale, în linii mari, neutră (după câțiva ani de înăsprire substanțială) și de revenirea la condiții de creditare neutre. De asemenea, consumul privat ar trebui să beneficieze de creșterea veniturilor disponibile reale generată de impactul favorabil al dinamicii scăzute a prețurilor materiilor prime și al majorării câștigurilor salariale. Investițiile în obiective rezidențiale și nerezidențiale ar trebui să fie susținute de atenuarea impactului nefavorabil al necesității unor ajustări bilanțiere și de efectul de recuperare a decalajelor după

nivelurile modeste ale investițiilor consemnate timp de câțiva ani. În plus, se anticipează că activitatea economică va fi susținută, într-o măsură tot mai mare, de consolidarea treptată a cererii externe, potențată de deprecierea recentă a cursului de schimb efectiv al euro și de câștigurile anterioare de competitivitate. Cu toate acestea, o serie de factori continuă să afecteze progresele în direcția unei creșteri mai rapide. Efectele nefavorabile asupra perspectivelor privind consumul privat, generate de nivelul ridicat al șomajului în unele țări, sunt preconizate a nu se reduce decât gradual pe parcursul orizontului de proiecție, în timp ce în alte țări se așteaptă ca gradul înalt de neutilizare a capacităților de producție și, posibil, constrângerile legate de oferta de forță de muncă să inhibe în continuare cheltuielile de investiții. În plus, tensiunile geopolitice actuale exercită o influență nefavorabilă asupra perspectivelor pe termen scurt ale investițiilor și exporturilor. Se anticipează că PIB real va înregistra o creștere medie anuală de 0,9% în anul 2014, de 1,6% în 2015 și de 1,9% în 2016. Acest tipar de creștere reflectă contribuția constant ascendentă a cererii interne, coroborată cu cea marginal pozitivă a exporturilor nete.

La o analiză mai detaliată a componentelor cererii, se estimează că dinamica exporturilor în afara zonei euro se va accelera către finele anului 2014 și pe parcursul anului 2015, reflectând consolidarea progresivă a cererii externe a zonei euro și impactul favorabil al deprecierei euro din ultima perioadă. Tensiunile recente dintre UE și Rusia au implicații, în general, limitate pentru cererea și exporturile zonei euro, dar unele țări care au legături comerciale relativ puternice cu Rusia ar putea fi afectate într-o măsură mai mare. Conform anticipațiilor, cotele de piață ale exporturilor zonei euro se vor reduce ușor în cadrul orizontului de proiecție, deși vor avea variații relativ eterogene la nivelul țărilor din zona euro, reflectând evoluțiile diverse în domeniul competitivității și tiparele comerciale diferite. Se preconizează că exporturile în interiorul zonei euro vor înregistra o creștere relativ mai lentă decât cele în afara zonei euro, pe fondul trenării în continuare a cererii interne în zona euro.

Conform proiecțiilor, investițiile corporative se vor revigora treptat pe parcursul orizontului de proiecție, fiind sprijinite de consolidarea cererii interne și externe, în contextul necesarului cumulat de investiții de înlocuire, de nivelul foarte scăzut al ratelor dobânzilor și de ameliorarea anticipată a transmiterii modificărilor ratelor dobânzilor de pe piața interbancară la nivelul ratelor dobânzilor active în unele țări, de consolidarea profiturilor și de o ușoară îmbunătățire a efectelor ofertei de credite. Cu toate acestea, efectele nefavorabile conjugate ale unui trend de creștere mai scăzut și ale continuării restructurării bilanțiere în unele țări din zona euro împiedică o redresare mai puternică a investițiilor corporative. La sfârșitul orizontului de proiecție, se anticipează că nivelul investițiilor corporative încă va fi cu 6% inferior nivelului maxim înregistrat înainte de declanșarea crizei financiare, cu diferențe substanțiale între țările din zona euro.

Proiecțiile privind investițiile în obiective rezidențiale indică un avans treptat în semestrul II 2014, urmat de o accelerare de ritm în 2015, pe fondul redresării activității economice în contextul unor rate scăzute ale dobânzilor la creditele ipotecare și al ameliorării condițiilor de creditare, precum și pe fondul reducerii progresive a necesității unor ajustări. Cu toate acestea, în unele țări, ajustările de pe piețele imobiliare și/sau creșterea încă modestă a veniturilor disponibile reale continuă să afecteze construcțiile de obiective rezidențiale. Se așteaptă ca investițiile publice să rămână scăzute în cadrul orizontului de proiecție, ca urmare a limitării în continuare a cheltuielilor în mai multe țări din zona euro, care compensează caracterul mai expansionist al investițiilor publice în alte țări.

Populația ocupată a înregistrat o creștere modestă în semestrul I 2014, iar în semestrul II 2014 se anticipează menținerea la niveluri scăzute a ritmului de creștere a gradului de ocupare a forței de muncă, urmată de o ușoară revigorare în 2015 și 2016. Redresarea anticipată a ocupării forței de muncă reflectă avansul activității economice, efectele în sensul creșterii ale dinamicii modeste a câștigurilor salariale înregistrate anterior și impactul pozitiv al reformelor pe piața forței de muncă, care au sporit flexibilitatea acesteia și au sprijinit crearea de locuri de muncă în sectorul privat, în special în unele țări care se confruntă cu dificultăți. Cu toate acestea, noi reduceri ale numărului de angajați în sectorul public din unele țări vor afecta dinamica generală a ocupării forței de muncă. Se anticipează că forța de muncă va înregistra o creștere moderată pe parcursul orizontului de proiecție, ca urmare a imigrației și a intensificării participării unor segmente ale populației, pe fondul îmbunătățirii progresive a situației pe piața forței de muncă. Rata șomajului s-a redus ușor în ultimele luni, reflectând cu precădere inversarea de tendință consemnată de ocuparea forței de muncă. Se preconizează că rata șomajului își va continua scăderea pe parcursul orizontului de proiecție, rămânând însă mult peste nivelurile înregistrate înainte de declanșarea crizei financiare. Conform proiecțiilor, productivitatea muncii (măsurată ca producție/persoană ocupată) se va îmbunătăți, reflectând avansul anticipat al PIB real și reacția întârziată a ocupării forței de muncă la evoluțiile activității economice.

Tabelul 2 Proiecții macroeconomice pentru zona euro¹⁾

(variații procentuale anuale)										
	Septembrie 2014				Iunie 2014			Revizuirii față de luna iunie 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real ³⁾	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8	-0,2	-0,1	0,1
		[0,7 – 1,1] ⁴⁾	[0,6 – 2,6] ⁴⁾	[0,6 – 3,2] ⁴⁾	[0,6 – 1,4] ⁴⁾	[0,6 – 2,8] ⁴⁾	[0,5 – 3,1] ⁴⁾			
Consumul privat	-0,6	0,7	1,4	1,6	0,7	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0
Consumul administrațiilor publice	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0
Formarea brută de capital fix	-2,6	1,1	3,1	3,9	1,7	3,1	3,5	-0,6	0,0	0,4
Exporturi ⁵⁾	1,7	3,1	4,5	5,3	3,6	4,8	5,3	-0,5	-0,3	0,0
Importuri ⁵⁾	0,7	3,5	4,5	5,3	3,6	4,8	5,5	-0,1	-0,4	-0,2
Ocuparea forței de muncă	-0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7	0,0	0,1	0,0
Rata șomajului (% din forța de muncă)	11,9	11,6	11,2	10,8	11,8	11,5	11,0	-0,2	-0,2	-0,3
IAPC	1,4	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4	-0,2	0,0	0,0
		[0,5 – 0,7] ⁴⁾	[0,5 – 1,7] ⁴⁾	[0,7 – 2,1] ⁴⁾	[0,6 – 0,8] ⁴⁾	[0,5 – 1,7] ⁴⁾	[0,6 – 2,2] ⁴⁾			
IAPC exclusiv produse energetice	1,4	0,8	1,3	1,6	1,0	1,3	1,6	-0,2	-0,1	0,0
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	1,1	0,9	1,2	1,5	1,0	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte ⁶⁾	1,0	0,8	1,2	1,5	0,9	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Costul unitar cu forța de muncă	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,1	0,0	0,0
Remunerarea pe salariat	1,6	1,6	1,8	2,2	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1	0,1
Productivitatea muncii	0,4	0,6	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,1	0,1
Soldul bugetar al administrațiilor publice (% din PIB)	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-2,5	-2,3	-1,9	-0,1	0,0	0,0
Soldul bugetar structural (% din PIB) ⁷⁾	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Datoria publică brută (% din PIB)	92,7	93,9	93,1	91,5	93,4	92,6	91,1	0,5	0,5	0,4
Soldul contului curent (% din PIB)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8	-0,3	-0,3	-0,4

1) Lituania este inclusă în proiecțiile pentru anul 2015. Variațiile procentuale anuale medii pentru anul 2015 se bazează pe configurația zonei euro din anul 2014 care include deja Lituania. Proiecția variabilelor din conturile naționale se bazează pe standardul SEC 95.

2) Revizuirile sunt calculate pe baza cifrelor nerotunjite.

3) Date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

4) 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 pe website-ul BCE.

5) Inclusiv schimbările comerciale din interiorul zonei euro.

6) Subindicele se bazează pe estimări ale impactului efectiv al modificărilor impozitelor indirecte. Acesta poate să difere de datele Eurostat, care presupun transmiterea totală și imediată a efectelor modificărilor impozitelor în IAPC.

7) Calculat ca soldul bugetar excluzând efectele tranzitorii ale ciclului economic și măsurile temporare adoptate de autoritățile guvernamentale. 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). Proiecția soldului structural nu este derivată dintr-o măsură agregată a deviației PIB de la nivelul potențial. Potrivit metodologiei SEBC, componentele ciclice se calculează separat pentru diferitele elemente de venituri și cheltuieli. Pentru detalii, de asemenea cu privire la metodologia Comisiei, a se vedea casetele intitulate „Cyclical adjustment of the government budget balance” (Buletinul lunar al BCE – martie 2012) și „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” (Buletinul lunar al BCE – septembrie 2014).

Se estimează o revigorare a dinamicii consumului privat pe parcursul orizontului de proiecție, urmând îndeaproape ritmul de creștere a veniturilor disponibile reale. Conform proiecțiilor, acesta din urmă va fi sprijinit de majorarea veniturilor din muncă, reflectând creșterea gradului de ocupare a forței de muncă și dinamizarea câștigurilor salariale, impactul mai puțin nefavorabil al consolidării fiscale, contribuția sporită a altor venituri personale (în principal legate de profit) și prețurile scăzute ale materiilor prime. Se așteaptă ca rata de economisire să rămână stabilă. Aceasta reflectă efecte contrare generate, pe de o parte, de impactul în sensul scăderii exercitat de reducerea ratelor dobânzilor și contracția progresivă a șomajului, ceea ce presupune diminuarea necesității de economisire preventivă, și, pe de altă parte, de efectele în sensul creșterii determinate de un grad mai mic de dezechilibru forțat în unele țări, în condițiile în care creșterea veniturilor disponibile facilitează consumul. Consumul administrațiilor publice este estimat să înregistreze o creștere temperată în cadrul orizontului de proiecție.

Conform proiecțiilor, importurile din afara zonei euro vor crește moderat pe parcursul orizontului de proiecție. Importurile sunt în continuare limitate de creșterea modestă a cererii totale a zonei euro și de unele efecte în sensul scăderii generate de deprecierea recentă a euro. Se anticipează că schimburile comerciale nete vor avea o contribuție modestă la dinamica PIB real în cadrul orizontului de proiecție, iar excedentul de cont curent se va menține relativ stabil la 2,4% din PIB în anul 2016.

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – iunie 2014, proiecția privind dinamica PIB real pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent, cu 0,2 puncte procentuale, reflectând în principal rezultatele sub așteptări pentru trimestrul II 2014. De asemenea, în contextul unor tensiuni geopolitice sporite, impactul cererii mondiale mai scăzute asupra exporturilor și, într-o măsură mai mică, diminuarea investițiilor presupun revizuirea în sensul scăderii a activității economice în semestrul II 2014. Proiecția pentru anul 2015 a fost revizuită în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale, reflectând, în principal, un efect de report mai redus. Proiecția pentru 2016 a fost revizuită în sens ascendent, cu 0,1 puncte procentuale, reflectând cu precădere impactul pozitiv asupra investițiilor private exercitat de condițiile de finanțare mai favorabile, ca urmare a operațiunilor țintite de refinanțare pe termen mai lung.

PROIECȚII PRIVIND PREȚURILE ȘI COSTURILE

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata inflației IAPC totale s-a situat la 0,3% în luna august 2014. Rata actuală scăzută a inflației reflectă declinul prețurilor produselor energetice și ale alimentelor, precum și tendința de trenare a prețurilor serviciilor și produselor industriale non-energetice.

Potrivit proiecțiilor, după nivelul de 0,6% înregistrat în trimestrul II 2014, rata inflației IAPC va continua să scadă ușor până la 0,4% în trimestrul III 2014, urmând a reveni la nivelul de 0,7% în trimestrul IV 2014. Se preconizează că inflația IAPC va continua să se majoreze treptat pe parcursul orizontului de proiecție, ajungând la un nivel de 1,5% în trimestrul IV 2016. Reducerea deviației negative a PIB de la nivelul potențial în contextul consolidării redresării, care conduce la dinamizarea câștigurilor salariale și a profiturilor,

ar trebui să exercite unele efecte în sensul creșterii asupra inflației. Totodată, se anticipează că scumpirea materiilor prime non-energetice și a importurilor zonei euro, potențată de deprecierea cursului de schimb al euro, va determina majorarea prețurilor de consum în zona euro. Totuși, se prevede că, până în anul 2016, inflația va fi limitată de persistența deficitului de cerere agregată – deviația negativă a PIB de la nivelul potențial urmează să se reducă, conform proiecțiilor, numai parțial până în 2016, ceea ce implică o dinamică foarte modestă a câștigurilor salariale și a marjelor de profit –, precum și de declinul anticipat al prețurilor petrolului, după cum indică piețele *futures*.

La o analiză mai detaliată, se prognozează că dinamica prețurilor produselor energetice se va menține în teritoriu puternic negativ în trimestrul III 2014, urmând a fluctua în jurul nivelului zero până la sfârșitul orizontului de proiecție. Impactul asupra prețurilor de consum ale produselor energetice exercitat de panta ușor descrescătoare descrisă de curba cotațiilor *futures* ale prețurilor țițeiului este compensat parțial, pe parcursul orizontului de proiecție, de efectele în sensul creșterii generate de factori precum deprecierea euro și evoluția prețurilor altor produse energetice. Pe ansamblu, se preconizează că prețurile produselor energetice vor avea o contribuție zero la inflația IAPC pe parcursul orizontului de proiecție, nivel cu mult sub contribuția de 0,5 puncte procentuale înregistrată în medie în perioada 1999-2013. Prin urmare, evoluția acestei componente a inflației IAPC explică, în mare parte, perspectivele mai moderate ale inflației pe parcursul orizontului de proiecție, comparativ cu evoluțiile din primii 15 ani ai Uniunii Monetare.

Conform proiecțiilor, dinamica prețurilor alimentelor se va menține la un nivel apropiat de zero în trimestrul III 2014, după care se va accelera puternic în următoarele trimestre până la jumătatea anului 2015, când ar trebui să se estompeze impactul amplu în sens descrescător exercitat de condițiile meteorologice asupra prețurilor alimentelor neprocesate și efectele de bază în sensul scăderii. Ulterior, se prognozează că dinamica prețurilor alimentelor va continua să crească, deși mai lent, urmând să atingă ritmuri de 2,0% la sfârșitul orizontului de proiecție. Noua creștere a dinamicii prețurilor alimentelor reflectă majorarea anticipată a prețurilor producției agricole din UE, pe fondul consolidării treptate a redresării economice. Pe ansamblu, se preconizează că prețurile alimentelor vor avea o contribuție de 0,2 puncte procentuale la inflația IAPC pe parcursul orizontului de proiecție, nivel sub contribuția de 0,5 puncte procentuale înregistrată în medie în perioada 1999-2013, ceea ce explică încă o dată perspectiva modestă privind inflația în termeni comparativi.

Se anticipează că inflația calculată pe baza IAPC, exclusiv alimente și produse energetice, va fi consemnat un punct de inflexiune, situându-se la nivelul de 0,8% în perioada cuprinsă între trimestrul IV 2013 și trimestrul III 2014. Se preconizează că aceasta va crește progresiv pe parcursul orizontului de proiecție, pe măsură ce redresarea economică se accelerează, determinând reducerea deviației PIB de la nivelul potențial, iar creșterea veniturilor salariale și a profiturilor se consolidează. Conform proiecțiilor, această măsură a inflației de bază va atinge un nivel de 1,5% în trimestrul IV 2016. Contribuția acestei componente IAPC la inflația IAPC totală este, de asemenea, mai scăzută decât media,

situându-se la nivelul de 0,8 puncte procentuale pe parcursul orizontului de proiecție, comparativ cu media pe termen lung de 1,1 puncte procentuale.

Se așteaptă ca majorările impozitelor indirecte incluse în planurile de consolidare fiscală să aibă o contribuție pozitivă marginală, de aproximativ 0,1 puncte procentuale, la inflația IAPC în anul 2014. Având în vedere absența informațiilor privind măsurile fiscale aprobate până la sfârșitul orizontului de prognoză, în prezent, se estimează că impozitele indirecte vor avea contribuții nesemnificative în anii 2015 și 2016 (comparativ cu media istorică de 0,2%).

Factorii asociați prețurilor externe au avut un impact semnificativ în sensul scăderii asupra evoluției recente a inflației IAPC. Dinamica anuală a deflatorului importurilor a scăzut puternic de la 2,4% în 2012 la -2,0% în trimestrul I 2014. Această scădere a reflectat prețurile modeste la nivel mondial, în contextul ritmului lent de creștere economică globală, aprecierea anterioară a euro și scăderea prețurilor petrolului și ale materiilor prime nepetroliere. Se așteaptă ca presiunile semnificative în sensul scăderii asupra prețurilor externe să înceteze în semestrul II 2014, preconizându-se un punct de inflexiune în dinamica anuală a deflatorului importurilor. În cadrul orizontului de proiecție, se anticipează o creștere a variației anuale a deflatorului importurilor până la începutul anului 2015, urmată, conform proiecțiilor, până la sfârșitul orizontului de proiecție, de o dinamică relativ stabilă, de aproximativ 1,4%, nivel apropiat de media sa pe termen lung. Accelerarea dinamicii deflatorului importurilor reflectă majorarea prognozată a prețurilor pe plan internațional, având în vedere consolidarea economiei mondiale, scumpirea anticipată a materiilor prime non-energetice și deprecierea cursului de schimb al euro.

Cu privire la presiunile inflaționiste interne, se preconizează că ameliorarea progresivă a condițiilor pe piața forței de muncă din zona euro va conduce la o relativă dinamizare a remunerării pe salariat. Se anticipează că, în primii doi ani din cadrul orizontului de proiecție, ritmul de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă se va reduce la nivelul de 1,0% în 2014 și, ulterior, la 0,8% în 2015, urmând a se majora ușor la 1,1% în 2016. Decelerarea ritmului de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă în primii doi ani din cadrul orizontului de proiecție este justificată de dinamica modestă a remunerării pe salariat, precum și de consolidarea creșterii productivității forței de muncă. În anul 2016, se estimează o redresare ușoară a ritmului de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă, pe seama majorării dinamicii remunerării pe salariat, însoțită de o creștere a productivității relativ stagnantă. Acest tipar reflectă răspunsul întârziat al creșterii salariilor și a numărului de persoane ocupate la redresarea economică, dată fiind persistența pe piețele din zona euro a unui excedent de forță de muncă la un nivel ridicat și numai în ușoară scădere.

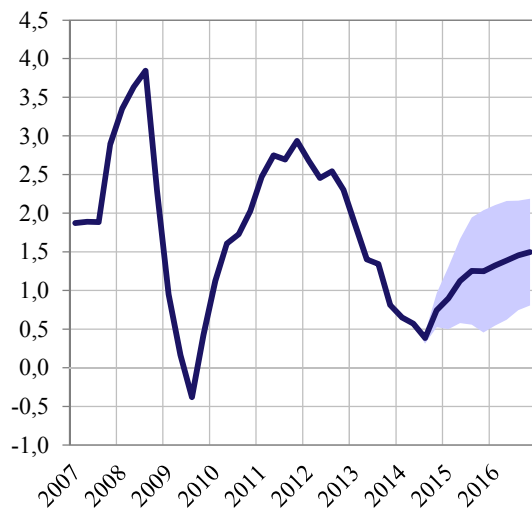
Se preconizează o relativă scădere a marjelor de profit (determinate ca diferența dintre deflatorul PIB la costul factorilor și ritmul de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă) în anul 2014, urmată de o consolidare treptată a acestora, susținută de redresarea ciclică a economiei.

Graficul I Proiecții macroeconomice¹⁾

(date trimestriale)

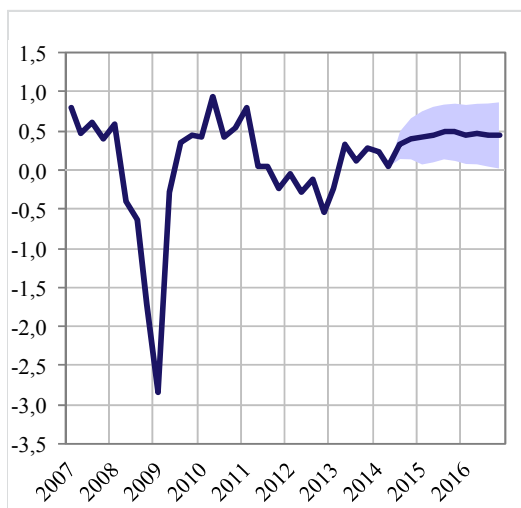
Inflația IAPC în zona euro

(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 pe website-ul BCE.

²⁾ Date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – iunie 2014, proiecția privind inflația IAPC pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent cu 0,2 puncte procentuale, în principal pe seama unor niveluri sub așteptări ale inflației IAPC în ultimele luni. Pentru anii 2015 și 2016, proiecția privind inflația IAPC este nerevizuită. Aceasta reflectă compensarea, în linii mari, a revizuirilor în sens descendent ale inflației IAPC exclusiv produse energetice și a revizuirilor în sens ascendent ale componentelor energetice din cadrul inflației IAPC. În ceea ce privește primele revizuiți, se estimează că nivelurile recente sub așteptări ale inflației vor implica un caracter mai persistent al dinamicii mai scăzute a inflației IAPC exclusiv produse energetice decât s-a preconizat anterior. Totodată, ipotezele privind prețurile mai ridicate ale petrolului și deprecierea cursului de schimb presupun o revizuire în sens ascendent a componentei produse energetice a inflației IAPC.

PERSPECTIVELE FISCALE

Pe baza ipotezelor prezentate în Caseta 1, se anticipează că ponderea deficitului bugetar în PIB în zona euro se va reduce treptat de la 3,0% în anul 2013 la 1,9% în 2016. Această evoluție reflectă, în principal, o îmbunătățire a poziției ciclice. Se preconizează o îmbunătățire relativă a soldului bugetar structural pe întreaga perioadă a proiecției, pe seama eforturilor de consolidare fiscală în unele țări din zona euro și a diminuării asistenței din fonduri publice acordate sectorului financiar. Se anticipează că, în mai multe țări, impactul reducerilor impozitelor directe va fi mai mult decât anulat de cel al creșterii moderate a cheltuielilor publice. Totuși, având în vedere ipotezele actuale privind politicile fiscale, îmbunătățirea soldurilor structurale va continua într-un ritm mult mai lent decât în ultimii ani. Se prognozează că ponderea datoriei publice brute în PIB în zona euro va atinge un nivel maxim de 93,9% în anul 2014 și va consemna ulterior o scădere până la 91,5% în anul 2016.

Caseta 2

ABORDAREA UTILIZATĂ ÎN CADRUL PROIECȚIILOR CU PRIVIRE LA PACHETUL DE MĂSURI DE POLITICĂ MONETARĂ ADOPTATE DE BCE ÎN LUNA IUNIE 2014

Pachetul de măsuri de politică monetară anunțat la data de 5 iunie 2014 cuprinde o serie amplă de măsuri, unele cu aplicabilitate imediată (reducerea ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE și extinderea procedurilor de licitație la rată fixă și cu alocare integrală), altele care intră în vigoare începând cu luna septembrie 2014 (operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung – OTRTL), iar altele nespecificate încă și adoptate până la data-limită aferentă prezentelor proiecții (achiziții directe de titluri garantate cu active – TGA).

În acest context, abordarea pentru care s-a optat în această proiecție este aceea de a permite pachetului de măsuri să influențeze proiecția de bază în aceeași măsură în care a afectat ipotezele financiare tehnice bazate pe piață (respectiv ratele dobânzilor pe piață și cotațiile acțiunilor, inclusiv cursul de schimb). Se așteaptă ca propagarea modificărilor din aceste ipoteze să fie în concordanță cu periodicitățile istorice; cu alte cuvinte, nu se aplică nicio ajustare discreționară cadrului-standard de modelare pentru stabilirea de ipoteze privind dobânzile active și efectele creditării sau oricărui alt aspect al derivării proiecției de bază.

Proiecția de bază nu cuprinde multe alte canale potențiale. Printre acestea se numără, de exemplu, propagarea efectelor măsurilor de reducere a costurilor de finanțare ale băncilor la nivelul ratelor dobânzilor active ale acestora, condiții favorabile de creditare, utilizarea de către bănci a fondurilor puse la dispoziție în scopul achiziționării de active prin intermediul OTRTL. Pe ansamblu, este probabil așadar ca proiecția de bază să subestimeze impactul pachetului de măsuri de politică monetară, ceea ce reprezintă un risc evident în sensul creșterii la adresa proiecțiilor de bază privind creșterea economică și inflația.

ANALIZE ALE SENZITIVITĂȚII

Proiecțiile se bazează în mare măsură pe ipotezele tehnice referitoare la evoluția anumitor variabile principale. Dat fiind că unele dintre aceste variabile pot avea un impact semnificativ asupra proiecțiilor privind zona euro, sensibilitatea acestora din urmă la traiectoriile alternative ale acestor ipoteze de bază poate contribui la analiza riscurilor asociate proiecțiilor. Această casetă analizează incertitudinile referitoare la trei dintre ipotezele de bază utilizate în proiecții, precum și sensibilitatea proiecțiilor la aceste ipoteze¹.

1) O TRAIECTORIE ALTERNATIVĂ A PREȚURILOR PETROLULUI

Ipotezele privind prețurile petrolului din proiecțiile actuale ale experților BCE sunt preluate din anticipațiile pieței determinate pe baza cotațiilor *futures* ale petrolului, care estimează o scădere a prețurilor petrolului pe parcursul orizontului de proiecție (Casetă 1). Totuși, această traiectorie rămâne sub semnul incertitudinii.

Scăderea estimată a prețurilor petrolului poate reflecta o opinie a pieței potrivit căreia reducerea recentă a producției de petrol din mai multe țări OPEC, pe fondul instabilității politice sau al tensiunilor geopolitice, va consemna o inversare de trend parțială și/sau va fi compensată de creșterea producției mondiale de petrol din sisturi bituminoase. Totuși, prețurile petrolului ar putea înregistra majorări în cazul unor evenimente geopolitice neprevăzute pe termen scurt și mediu în principalele țări producătoare de petrol (de exemplu, Rusia) sau al unei redresări mai puternice a economiei mondiale pe termen mediu.

Pe ansamblu, în contextul redresării globale, creșterea prețurilor petrolului peste nivelul estimat în proiecția de bază pare plauzibilă. Prin urmare, ajustarea tot mai pronunțată în sens ascendent a traiectoriei cotațiilor *futures* ale petrolului este luată în considerare în această analiză a sensibilității². Traiectoria alternativă estimează că prețurile petrolului se vor situa cu 3%, 6% și 10% peste cotațiile *futures* în anii 2014, 2015 și, respectiv, 2016. Pe baza modelelor macroeconomice elaborate de experții BCE, majorarea prețurilor petrolului ar conduce la o inflație IAPC cu 0,1-0,2 puncte procentuale peste proiecția de bază în anii 2015 și 2016. Totodată, scumpirea petrolului ar afecta dinamica PIB real, care s-ar reduce cu 0,1 puncte procentuale în anii 2015 și 2016.

2) O TRAIECTORIE ALTERNATIVĂ A CURSULUI DE SCHIMB

Proiecția de bază ia în considerare un curs de schimb efectiv al euro nemodificat până la sfârșitul orizontului de proiecție. Totuși, o depreciere a euro ar putea fi generată de deteriorarea anticipațiilor privind creșterea economică și inflația în zona euro, comparativ cu economia Statelor Unite, precum și de anticipațiile privind orientările divergente ale politicilor monetare din cele două spații economice, implicând anticipații ale pieței privind înregistrarea unei perioade prelungite cu rate reduse ale dobânzii în zona euro și o normalizare mai rapidă în Statele Unite. O traiectorie alternativă pentru euro, care presupune o depreciere mai puternică, a fost derivată din cea de-a 25-a percentilă a distribuției furnizate de densitățile implicite calculate pe baza opțiunilor și neutre din punctul de vedere al riscului pentru cursul de schimb EUR/USD din 13 august 2014. Această traiectorie implică o depreciere treptată a euro față de dolarul SUA la un curs de schimb de 1,24 în 2016, situat cu 7,4% sub nivelul proiecției de bază. Ipotezele corespunzătoare privind cursul de schimb nominal efectiv al euro reflectă periodicități istorice, iar modificările la nivelul cursului de schimb EUR/USD se referă la variații ale cursului de schimb efectiv cu o elasticitate de

aproximativ 52%, determinând o divergență graduală a cursului de schimb efectiv al euro față de proiecția de bază, până la un nivel inferior acesteia cu 3,9% în anul 2016.

Rezultatele modelelor macroeconomice utilizate de experții BCE indică o creștere mai mare a PIB real (0,1-0,3 puncte procentuale în 2015 și 2016), precum și o rată mai ridicată a inflației IAPC în 2015 și 2016 (0,2-0,3 puncte procentuale), într-o astfel de eventualitate.

3) O CONSOLIDARE FISCALĂ SUPLIMENTARĂ

După cum s-a menționat în Caseta 1, ipotezele privind politicile fiscale includ toate măsurile deja aprobate de parlamentele naționale sau cele care au fost prezentate suficient de detaliat de către autoritățile guvernamentale și care au o probabilitate ridicată de a fi adoptate în cadrul procesului legislativ. În majoritatea țărilor, măsurile cuprinse în proiecția de bază nu corespund cerințelor de consolidare fiscală prevăzute de componenta corectivă și de cea preventivă ale Pactului de stabilitate și creștere. Angajamentul de a respecta aceste cerințe este reflectat, în general, de programele de stabilitate din 2014 și de documentele programelor UE-FMI. Totuși, în mod frecvent, măsurile care stau la baza îndeplinirii acestor obiective fie lipsesc, fie nu sunt suficient de bine precizate. În consecință, acestea nu sunt luate în considerare în proiecția de bază, cu precădere pentru perioada 2015-2016, care în majoritatea țărilor nu este prevăzută în bugetele actuale. Prin urmare, nu este numai necesar, ci și probabil ca, până în anul 2016, majoritatea autorităților guvernamentale să adopte măsuri de consolidare fiscală suplimentare față de cele incluse în proiecția de bază.

Ipoteze care stau la baza analizei sensibilității fiscale

Analiza sensibilității fiscale pornește de la „decalajul fiscal” dintre obiectivele bugetare ale autorităților guvernamentale și proiecțiile de bază privind bugetul. Pentru a evalua măsurile suplimentare posibile de consolidare fiscală sunt utilizate condiții și informații specifice fiecărei țări în ceea ce privește dimensiunea și structura acestor măsuri. Informațiile specifice fiecărei țări urmăresc îndeosebi să surprindă incertitudinile asociate obiectivelor fiscale, probabilitatea unor măsuri suplimentare de consolidare fiscală cu impact asupra cererii agregate, în opoziție cu alți factori de reducere a deficitului, precum și efectele conexe de feedback la nivel macroeconomic.

Pe baza acestei abordări, se estimează că măsurile suplimentare de consolidare pentru zona euro vor fi foarte limitate (sub 0,1% din PIB) în anul 2014, în timp ce pentru anul 2015 se preconizează un impact mai mare al măsurilor suplimentare posibile (aproximativ 0,3% din PIB) și relativ mai mic (aproximativ 0,1% din PIB) pentru anul 2016, suma cumulată a măsurilor suplimentare de consolidare situându-se în jurul valorii de 0,4% din PIB până la finele anului 2016. În ceea ce privește structura măsurilor fiscale, analiza sensibilității urmărește să includă profiluri specifice fiecărei țări și anumite perioade de timp pentru cele mai probabile eforturi suplimentare de consolidare. În cadrul acestui exercițiu, la nivel agregat în zona euro, se estimează că procesul de consolidare fiscală se concentrează pe partea cheltuielilor bugetare, incluzând însă și majorări ale impozitelor indirecte; în același timp, se estimează un impact mai mare al măsurilor de stimulare prin reducerea impozitelor directe și a contribuțiilor la asigurările sociale în anul 2016.

Impactul macroeconomic al măsurilor suplimentare de consolidare fiscală

Rezultatele simulării impactului analizei sensibilității fiscale asupra dinamicii PIB real și inflației IAPC pentru zona euro utilizând Noul model pentru zona euro (*New Area-Wide Model* – NAWM³) al BCE sunt sintetizate în tabelul următor.

Impactul măsurilor suplimentare de consolidare fiscală asupra dinamicii PIB real este limitat în anul 2014, fiind prevăzut la aproximativ -0,2 puncte procentuale în 2015 și, respectiv, 2016. Impactul asupra inflației IAPC este prognozat la aproximativ 0,1 puncte procentuale în 2015.

Astfel, analiza actuală relevă unele riscuri în sensul scăderii la adresa proiecției de bază pentru dinamica PIB real, în special în anii 2015 și 2016, întrucât nu toate măsurile de consolidare fiscală preconizate au fost incluse în proiecția de bază. Totodată, există riscuri reduse în sensul creșterii la adresa inflației, deoarece se estimează că o parte dintre măsurile suplimentare de consolidare derivă din majorări ale impozitelor indirecte.

Ar trebui subliniat faptul că această analiză a sensibilității fiscale se axează numai pe efectele potențiale pe termen scurt ale unor măsuri suplimentare de consolidare fiscală. Deși chiar și măsurile de consolidare fiscală concepute în mod 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 acestei analize⁴. Prin urmare, rezultatele 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. În absența unor asemenea măsuri de consolidare, există riscul manifestării unor influențe nefavorabile în procesul de evaluare a datoriei suverane. De asemenea, efectele asupra nivelului încrederii ar putea fi negative, împiedicând redresarea economică.

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

(% din PIB)

	2014	2015	2016
Obiectivele bugetare ale autorităților guvernamentale ¹⁾	-2,4	-1,8	-1,1
Proiecțiile fiscale de bază	-2,6	-2,4	-1,9
Măsurile suplimentare de consolidare fiscală (cumulate) ²⁾	0,0	0,3	0,4
Efectele măsurilor suplimentare de consolidare fiscală (puncte procentuale) ³⁾			
Dinamica PIB real	0,0	-0,2	-0,2
Inflația IAPC	0,0	0,1	0,0

¹⁾ Obiective nominale, astfel cum sunt incluse în cele mai recente documente ale programelor convenite cu UE-FMI pentru țările relevante și actualizări ale programelor de stabilitate pentru 2014 pentru restul țărilor.

²⁾ Analiza sensibilității bazată pe evaluările experților BCE.

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.

1 Toate simulările au fost realizate pornind de la ipoteza absenței modificărilor măsurilor de politică sau ale oricărei alte variabile cu privire la ipotezele tehnice și contextul internațional al zonei euro.

2 Pentru o descriere detaliată a modelului utilizat pentru derivarea acestei ajustări în sens ascendent, a se vedea Pagano, P. și Pisani, M., „Risk-adjusted forecasts of oil prices”, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 9, Ediția 1, art. 24, 2009.

3 Pentru o descriere a Noului model pentru zona euro, 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, octombrie 2008.

4 Pentru o analiză mai detaliată a efectelor macroeconomice ale consolidării fiscale, a se vedea caseta intitulată „Fiscal multipliers and the timing of consolidation”, Buletinul lunar al BCE – aprilie 2014.

IMPLICAȚIILE TENSIUNILOR DINTRE UE ȘI RUSIA PENTRU PERSPECTIVELE COMERCIALE ALE ZONEI EURO

Este posibil ca intensificarea tensiunilor geopolitice și scăderea încrederii cauzată de acestea să fi afectat activitatea economică din zona euro în ultima perioadă. Totuși, în proiecția de bază se estimează că impactul tensiunilor recente dintre UE și Rusia asupra schimburilor comerciale ale zonei euro va fi foarte redus. Se anticipează că cererea externă și exporturile zonei euro vor fi afectate, în principal, prin intermediul a două canale.

În primul rând, perspectivele economiei ruse s-au înrăutățit, cererea internă și importurile Rusiei consemnând o scădere pe parcursul orizontului de proiecție, comparativ cu proiecțiile publicate în Buletinul lunar al BCE – iunie 2014, cu implicații nefavorabile pentru exporturile și cererea externă a zonei euro. Intensificarea tensiunilor în Ucraina a generat noi sancțiuni, în principal de ordin financiar, aplicate de UE și Statele Unite împotriva Rusiei. După contracția PIB din Rusia cu 0,3% în trimestrul I 2014 față de trimestrul anterior, se estimează că activitatea economică în următoarele trimestre va rămâne anemică, reflectând trenarea investițiilor, parțial datorată majorării ratei dobânzii-cheie de către Banca Rusiei, înăsprirea condițiilor de finanțare pe plan extern și intern, ieșirilor de capital și unor incertitudini pronunțate. De asemenea, potrivit estimărilor, consumul privat va fi inhibat de perspectivele economice incerte și de scăderea veniturilor disponibile reale, ca urmare a creșterii inflației, inclusiv din cauza deprecierei rublei. Această deteriorare a cererii interne a Rusiei reprezintă o frână în calea dinamicii PIB și a importurilor pe parcursul orizontului de proiecție, implicând o revizuire în sens descendent a importurilor ruse, comparativ cu proiecția anterioară. Întrucât Rusia reprezintă aproximativ 4,5% din cererea externă a zonei euro, această traiectorie descendentă a importurilor ruse reduce marginal cererea externă a zonei euro, cu aproximativ 0,1 puncte procentuale până la sfârșitul anului 2016, comparativ cu exercițiul anterior.

În al doilea rând, Rusia a impus un embargo importurilor de anumite alimente (inclusiv importurilor de alimente din zona euro) provenind din țări care au aplicat sancțiuni persoanelor și entităților de origine rusă. Acest embargo impus de Rusia afectează aproximativ 2% din importurile totale de bunuri și servicii ale acestei țări, reprezentând un factor inhibitor suplimentar asupra dinamicii importurilor pe parcursul orizontului de proiecție. Pentru a contracara efectele acestor restricții la import, se estimează că aproximativ o treime din importurile vizate de embargo pot fi înlocuite imediat de alți furnizori din străinătate. Se anticipează că celelalte două treimi vor genera o ușoară contracție a dinamicii importurilor ruse la sfârșitul anului 2014 și începutul anului 2015. Aceasta corespunde unei reduceri de cel mult 0,1 puncte procentuale a cererii externe a zonei euro până la începutul anului 2015, comparativ cu exercițiul precedent.

Deși consecințele nefavorabile pentru cererea externă a zonei euro vor fi probabil reduse, impactul ar putea fi mai mare în cazul unor țări din zona euro, în funcție de legăturile lor comerciale cu Rusia. În plus, tensiunile recente par să fi condus la o scădere a încrederii sectorului corporativ din zona euro.

Se impun o serie de precizări în ceea ce privește aceste estimări. Efectul nefavorabil asupra exporturilor zonei euro exercitat de embargoul impus de Rusia ar putea fi mai amplu decât cel indicat în revizuirea în sens descendent a cererii externe, întrucât măsurile asociate embargoului vizează punctual zona euro și alte câteva țări din OCDE, acest fapt nefiind surprins de ponderile în valoarea comerțului, care sunt fixe. Prin urmare, dintr-o perspectivă mai plauzibilă, exporturile zonei euro ar putea consemna o diminuare mai pronunțată decât cea prognozată mai sus. Pe de altă parte, este posibil ca țările din zona euro să găsească piețe de export alternative, atenuând astfel impactul embargoului.

Nu în ultimul rând, după cum s-a menționat în Buletinul lunar al BCE – iunie 2014 (a se vedea caseta intitulată „Expunerea zonei euro la criza din Ucraina”), reintensificarea tensiunilor în regiune ar putea atrage sancțiuni suplimentare împotriva Rusiei și reacții în consecință ale acesteia la adresa UE. În acest caz, impactul asupra activității economice și inflației în zona euro va fi probabil mult mai amplu.

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 BCE, 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)

	Data publicării	Creșterea PIB			Inflația IAPC		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Proiecțiile experților BCE	septembrie 2014	0,9 [0,7 – 1,1]	1,6 [0,6 – 2,6]	1,9 [0,6 – 3,2]	0,6 [0,5 – 0,7]	1,1 [0,5 – 1,7]	1,4 [0,7 – 2,1]
Comisia Europeană	mai 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OCDE	mai 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Barometrul zonei euro	august 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Previziunile <i>Consensus Economics</i>	august 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	august 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
FMI	iulie 2014	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Sursa: Previziunile economice europene ale Comisiei Europene, primăvara anului 2014; *IMF World Economic Outlook*, actualizarea din luna iulie 2014 (PIB); *IMF World Economic Outlook*, aprilie 2014; *OECD Economic Outlook*, mai 2014; Previziunile *Consensus Economics*; *MJEconomics* și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*).

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

Conform prognozelor puse în prezent la dispoziție de alte instituții, se preconizează că dinamica PIB real în zona euro în 2014 va înregistra o ușoară accelerare comparativ cu nivelurile indicate în proiecțiile experților BCE. Proiecțiile privind dinamica PIB real în 2015 și 2016 sunt similare sau ușor mai scăzute decât proiecțiile experților BCE. În ceea ce privește inflația, prognozele puse la dispoziție de majoritatea celorlalte instituții relevă pentru anii 2014 și 2015 o rată anuală medie a inflației IAPC apropiată de proiecția experților BCE sau ușor mai ridicată decât aceasta. Se anticipează că rata inflației IAPC în 2016 se va situa, în medie, între 1,3% și 1,5%, conform celorlalte proiecții disponibile, comparativ cu nivelul de 1,4% din proiecțiile experților BCE. În prezent, toate prognozele disponibile pentru anii 2015 și 2016 se situează în cadrul intervalelor de variație din proiecțiile experților BCE, indicate în tabel.

© Banca Centrală Europeană, 2014

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt pe Main, Germania
Adresa poștală: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany
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.