



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

## EDITORIAL

În vederea îndeplinirii mandatului privind stabilitatea prețurilor, Consiliul guvernatorilor a decis, în ședința din data de 5 iunie 2014, adoptarea unui mix de măsuri care să amplifice caracterul acomodativ al politicii monetare și să sprijine activitatea de creditare a economiei reale. Acest pachet include noi reduceri ale ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE, operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung, preparative legate de achizițiile definitive de titluri garantate cu active și prelungirea procedurilor de licitație la rată fixă și cu alocare integrală. De asemenea, Consiliul guvernatorilor a decis suspendarea operațiunii săptămânale de reglaj fin care viza sterilizarea lichidității injectate în cadrul programului destinat piețelor titlurilor de valoare.

Deciziile se bazează pe analiza economică a Consiliului guvernatorilor, luând în considerare cele mai recente proiecții macroeconomice ale experților Eurosistemului, și pe semnalele evidențiate de analiza monetară. Coroborate, măsurile vor contribui la revenirea ratelor inflației la niveluri apropiate de 2%. Anticipațiile privind inflația pe termen mediu și lung în zona euro continuă să fie ferm ancorate la niveluri compatibile cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2%. Privind în perspectivă, Consiliul guvernatorilor își exprimă hotărârea fermă de a menține această ancorare. Cu privire la semnalele privind orientarea viitoare a politicii monetare, ratele dobânzilor reprezentative ale BCE vor rămâne la nivelurile actuale pe o perioadă extinsă, având în vedere perspectivele actuale privind inflația. Deciziile adoptate de Consiliul guvernatorilor în ședința din data de 5 iunie 2014 susțin în continuare această anticipație. De asemenea, dacă este necesar, Consiliul guvernatorilor va acționa cu rapiditate, procedând la o nouă relaxare a politicii monetare. Consiliul guvernatorilor își asumă în unanimitate angajamentul de a utiliza și instrumente neconvenționale, în limita mandatului său, în cazul în care se va dovedi necesar să contracareze în continuare riscurile asociate unei perioade prea îndelungate cu rate scăzute ale inflației.

Cu privire la măsurile individuale anunțate la data de 5 iunie 2014, în primul rând, Consiliul guvernatorilor a hotărât reducerea ratei dobânzii la operațiunile principale de refinanțare ale Eurosistemului cu 10 puncte de bază, până la 0,15%, și a ratei dobânzii la facilitatea de creditare marginală cu 35 puncte de bază, până la 0,40%. Rata dobânzii la facilitatea de depozit a fost diminuată cu 10 puncte de bază, până la -0,10%. Aceste modificări au intrat în vigoare la data de 11 iunie 2014. Rata negativă a dobânzii se aplică și deținerilor de rezerve care depășesc rezervele minime obligatorii, precum și altor depozite deținute în cadrul Eurosistemului.

În al doilea rând, pentru a sprijini activitatea de creditare a gospodăriilor populației și a societăților nefinanciare, exceptând împrumuturile acordate populației pentru achiziția de locuințe, Consiliul guvernatorilor a decis ca Eurosistemul să efectueze o serie de operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTRO). Toate operațiunile de acest tip vor avea scadența în luna septembrie 2018, respectiv peste aproximativ patru ani. Contrapartidele vor avea dreptul să împrumute, inițial, 7% din valoarea totală, calculată la data de 30 aprilie 2014, a creditelor acordate sectorului privat nefinanciar din zona euro, exceptând împrumuturile acordate populației pentru achiziția de locuințe. Împrumuturile acordate sectorului public nu vor fi luate în calcul. Sumele inițiale combinate se ridică la circa 400 de miliarde EUR. În acest scop, două operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung succesive vor fi efectuate în lunile septembrie și decembrie 2014. În plus, în perioada martie 2015-iunie 2016, toate contrapartidele vor putea împrumuta, trimestrial, până la de trei ori valoarea netă a creditelor pe care le acordă sectorului privat nefinanciar din zona euro, exceptând împrumuturile acordate populației pentru achiziția de locuințe, pe o anumită perioadă, peste un nivel de referință specificat. Valoarea netă a creditelor va fi calculată ca diferență între împrumuturile noi și răsкупărări. Vânzările de împrumuturi, securitizările și deprecierea nu afectează măsurarea valorii nete a împrumuturilor. Rata dobânzii la operațiunile țintite de refinanțare pe termen mai lung va fi stabilită pe durata fiecărei operațiuni la nivelul ratei operațiunilor principale de refinanțare (OPR) ale Eurosistemului, valabilă la data obținerii finanțării, plus o marjă fixă de 10 puncte de bază. După 24 de luni de la efectuarea fiecărei operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung, contrapartidele vor avea opțiunea de a efectua rambursări. O serie de dispoziții vor viza asigurarea faptului că fondurile sprijină economia reală. Contrapartidele care nu vor fi îndeplinit anumite condiții privind volumul creditelor nete acordate economiei reale vor avea obligația de a rambursa împrumuturile în luna septembrie 2016.

De asemenea, Consiliul guvernatorilor a decis să extindă, cel puțin până în luna septembrie 2018, eligibilitatea existentă a activelor utilizate drept garanție, mai ales a creanțelor suplimentare de natura creditelor.

În al treilea rând, Consiliul guvernatorilor a hotărât intensificarea preparativelor legate de achizițiile definitive pe piața titlurilor garantate cu active (TGA) în vederea consolidării funcționării mecanismului de transmisie a politicii monetare. În cadrul acestei inițiative, Eurosistemul va lua în considerare achiziționarea de TGA simple și transparente, cu active-suport constând în creanțe asupra sectorului privat nefinanciar din zona euro, având în vedere modificările dezirabile ale cadrului de reglementare, și va colabora cu alte instituții relevante în acest scop.

În al patrulea rând, în concordanță cu semnalele privind orientarea viitoare a ratelor dobânzilor reprezentative și cu hotărârea sa de a menține un grad ridicat de acomodare monetară, precum și pentru a limita volatilitatea pe piețele monetare, Consiliul

guvernatorilor a decis continuarea efectuării de OPR sub forma unor proceduri de licitație la rată fixă și cu alocare integrală atât timp cât va fi necesar și cel puțin până la sfârșitul perioadei de aplicare a rezervelor minime obligatorii care se încheie în luna decembrie 2016. De asemenea, Consiliul guvernatorilor a hotărât ca operațiunile de refinanțare pe termen mai lung (ORTL) cu scadența la trei luni ce urmează să fie alocate înainte de sfârșitul perioadei de aplicare care se încheie în luna decembrie 2016 să fie efectuate sub forma unor proceduri de licitație la rată fixă și cu alocare integrală. Ratele aferente acestor operațiuni la trei luni vor fi stabilite la nivelul ratei medii a dobânzii la OPR pe durata de desfășurare a ORTL respective. În plus, Consiliul guvernatorilor a decis suspendarea operațiunii săptămânale de reglaj fin care viza sterilizarea lichidității injectate în cadrul programului destinat piețelor titlurilor de valoare.

Referitor la analiza economică, în trimestrul I 2014, PIB real în zona euro a consemnat o creștere de 0,2% față de intervalul precedent, ceea ce a confirmat continuarea redresării treptate, deși ritmul acesteia a fost relativ sub așteptări. Cele mai recente rezultate ale sondajelor semnaleză o creștere moderată și în trimestrul II 2014. Privind în perspectivă, cererea internă ar trebui să fie susținută în continuare de o serie de factori, printre care orientarea acomodativă a politicii monetare, propagarea la nivelul economiei reale a ameliorării în curs a condițiilor de finanțare, progresele consemnate în domeniul consolidării fiscale și al reformelor structurale, precum și câștigurile la nivelul venitului disponibil real rezultate din scăderea prețurilor produselor energetice. Pe de altă parte, deși pe piețele forței de muncă au apărut noi indicii de ameliorare, în zona euro rata șomajului rămâne ridicată, iar gradul de neutilizare a capacităților de producție continuă să fie, în ansamblu, considerabil. De asemenea, în luna aprilie variația anuală a împrumuturilor IFM acordate sectorului privat s-a menținut la o valoare negativă, iar ajustările bilanțiere necesare în sectorul public și în cel privat vor continua probabil să afecteze ritmul redresării economice.

Această evaluare privind redresarea moderată este, de asemenea, reflectată de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna iunie 2014, care anticipează o creștere a PIB real anual de 1,0% în 2014, de 1,7% în 2015 și de 1,8% în 2016. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna martie 2014, proiecția privind creșterea PIB real pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent, iar cea pentru 2015, în sens ascendent.

Perspectivile economice pentru zona euro sunt în continuare grevate de riscuri în sensul scăderii. Riscurile geopolitice, precum și evoluțiile consemnate de economiile de piață emergente și de piețele financiare internaționale ar putea exercita un impact negativ asupra condițiilor economice. Alte riscuri în sensul scăderii se referă la posibilitatea înregistrării unor niveluri sub așteptări ale cererii interne și la implementarea insuficientă a reformelor structurale în țările din zona euro, precum și la o creștere mai lentă a exporturilor.

Conform estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a situat la 0,5% în luna mai 2014, față de 0,7% în luna aprilie. Acest rezultat a fost sub așteptări. Pe baza informațiilor de care Consiliul guvernatorilor a dispus în ședința din data de 5 iunie 2014, se estimează că rata anuală a inflației IAPC se va menține la niveluri scăzute în lunile viitoare și nu va crește decât treptat în 2015 și 2016, evoluție care justifică astfel deciziile adoptate. În același timp, anticipațiile privind inflația pe termen mediu și lung în zona euro continuă să fie ferm ancorate la niveluri compatibile cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2%. Privind în perspectivă, Consiliul guvernatorilor își exprimă hotărârea fermă de a menține această ancorare.

Evaluarea Consiliului guvernatorilor a fost susținută de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna iunie 2014, care anticipează o rată anuală a inflației IAPC de 0,7% în 2014, de 1,1% în 2015 și de 1,4% în 2016. În trimestrul IV 2016, se preconizează că rata anuală a inflației IAPC va fi de 1,5%. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna martie 2014, proiecțiile privind inflația pentru anii 2014, 2015 și 2016 au fost revizuite în sens descendent. Trebuie subliniat faptul că proiecțiile depind de o serie de ipoteze tehnice, printre care cursurile de schimb și prețurile petrolului, iar gradul de incertitudine asociată fiecărei proiecții crește direct proporțional cu durata orizontului de proiecție.

Consiliul guvernatorilor consideră că atât riscurile în sensul creșterii, cât și cele în sensul scăderii la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor sunt limitate, balanța acestora fiind relativ echilibrată pe termen mediu. În acest context, posibilele repercusiuni ale riscurilor geopolitice și evoluția cursurilor de schimb vor fi monitorizate cu atenție.

Referitor la analiza monetară, datele pentru luna aprilie 2014 indică în continuare o dinamică scăzută a masei monetare (M3). Ritmul anual de creștere a M3 s-a moderat în continuare până la 0,8% în luna aprilie, comparativ cu 1,0% în luna martie. Dinamica agregatului monetar în sens restrâns M1 s-a temperat la nivelul de 5,2% în luna aprilie, față de 5,6% în luna martie. În ultima perioadă, principalul factor de susținere a ritmului anual de creștere a M3 l-a constituit majorarea activelor externe nete ale sectorului IFM, reflectând 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 fost de -2,7% în luna aprilie 2014, comparativ cu -3,1% în luna martie. Dinamica modestă a împrumuturilor acordate societăților nefinanciare reflectă în continuare decalajul acesteia în raport cu ciclul economic, riscul de credit, 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 0,4% în luna aprilie 2014, nivel nemodificat, în linii mari, de la începutul anului 2013.

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

Pentru a consolida redresarea economică, băncile și factorii de decizie din zona euro trebuie să își intensifice eforturile. Pe fondul trenării dinamicii creditului, evaluarea cuprinzătoare a bilanțurilor băncilor derulată în prezent de BCE prezintă o importanță deosebită. Băncile ar trebui să profite pe deplin de acest exercițiu pentru a-și îmbunătăți poziția de capital și solvabilitatea, contribuind astfel la eliminarea oricăror limitări ale ofertei de credite care ar putea afecta procesul de redresare. În același timp, factorii de decizie din zona euro ar trebui să continue cu deosebită fermitate eforturile depuse în domeniul politicilor fiscale și în cel al reformelor structurale.

Referitor la politicile fiscale, proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2014 indică înregistrarea în continuare de progrese în ceea ce privește refacerea solidității finanțelor publice în zona euro. Se preconizează că deficitul bugetului general consolidat al zonei euro va scădea treptat de la 3,0% în PIB în 2013 la 2,5% în PIB în 2014. Pentru anii 2015 și 2016, este anticipată o nouă reducere, până la 2,3% și, respectiv, 1,9%. Ponderea datoriei publice în PIB este proiectată să atingă un nivel maxim de 93,4% în anul 2014, urmând să scadă ulterior până la aproximativ 91% în anul 2016. În ceea ce privește reformele structurale, au fost adoptate măsuri importante în vederea sporirii competitivității și a capacității de ajustare a pieței forței de muncă și a pieței bunurilor și serviciilor la nivel național, deși progresele înregistrate nu au fost uniforme, iar procesul este departe de a se fi încheiat. În acest context, Consiliul guvernatorilor ia notă de recomandările Comisiei Europene privind politicile fiscale și structurale, publicate la data de 2 iunie 2014, care vizează continuarea eforturilor de reducere a dezechilibrelor bugetare și macroeconomice. Recomandarea către Consiliul UE privind abrogarea procedurilor de deficit excesiv pentru patru țări din zona euro indică avansarea în continuare a procesului de refacere a solidității finanțelor publice. Totuși, țările din zona euro ar trebui să nu renunțe la progresele înregistrate în domeniul consolidării fiscale. Aplicarea integrală și consecventă a cadrului de supraveghere macroeconomică al zonei euro, alături de adoptarea, de către țările din zona euro, a măsurilor de politică necesare, vor contribui la sporirea potențialului de creștere economică, la consolidarea rezistenței la șocuri a zonei euro și la facilitarea creării de locuri de muncă.

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



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

# REZUMATELE CAPITOLELOR DIN BULETINUL LUNAR AL BCE, IUNIE 2014

## EVOLUȚII ECONOMICE ȘI MONETARE

### 1. MEDIUL EXTERN AL ZONEI EURO

Activitatea economică globală manifestă în continuare o tendință de redresare treptată, deși ritmul de creștere a consemnat o relativă încetinire în trimestrul I 2014 pe fondul acțiunii unor factori conjuncturali, care au afectat îndeosebi economiile Statelor Unite și Chinei. Pe măsura disipării graduale a impactului advers exercitat de acești factori, se preconizează că ritmul creșterii economice pe plan internațional se va intensifica în perioada următoare, susținut atât de economiile dezvoltate, cât și de cele emergente. Totuși, tendințele manifestate continuă să indice o modificare la nivelul ritmului de creștere în favoarea economiilor dezvoltate, în condițiile în care redresarea economică globală rămâne modestă în ansamblu. Dinamica schimburilor comerciale internaționale s-a temperat de la începutul anului, reflectând încetinirea creșterii economice. Inflația globală s-a accelerat ușor în trimestrul I 2014, însă se menține la un nivel redus, pe seama evoluțiilor modeste ale prețurilor produselor energetice și a persistenței deficitului de cerere agregată.

### 2. EVOLUȚII MONETARE ȘI FINANCIARE

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

Informațiile disponibile pentru trimestrul I și luna aprilie 2014 confirmă trenarea dinamicii masei monetare și a creditului. Dinamica anuală a M3 a continuat să se tempereze, reflectând apetitul mai redus pentru lichiditate monetară al sectorului deținător de resurse, într-un context marcat de realocări de portofolii către activele neincluse în M3, cu randamente superioare. Activitatea de creditare a sectorului privat nefinanciar s-a menținut modestă în intervalul ianuarie-aprilie 2014, în condițiile unui ritm de creștere stabil, însă moderat consemnat de împrumuturile acordate gospodăriilor populației și ale continuării răscumpărărilor nete de împrumuturi acordate societăților nefinanciare. Creșterile înregistrate de activele externe nete ale sectorului IFM au acționat în continuare ca vector principal al creației monetare în zona euro în trimestrul I 2014, ulterior consemnându-se doar un influx lunar modest în luna aprilie. Nu există semnale clare în sensul aplatizării traiectoriei procesului de dezintermediere în ansamblu, în condițiile în care deținerile IFM de active principale s-au menținut pe un trend descendent în perioada ianuarie-aprilie 2014, cu o variație negativă relativ similară celor din perioadele anterioare.

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

Dinamica anuală a plasamentelor financiare efectuate de sectoarele nefinanciare s-a redus marginal în trimestrul IV 2013, menținându-se pe traiectoria descendentă consemnată de la începutul anului 2011, ca urmare a trenării activității economice și a evoluțiilor modeste din perspectiva veniturilor disponibile. În același timp, intensificarea ritmului anual de creștere a plasamentelor financiare realizate de societățile de asigurări și fondurile de pensii în ultimul trimestru al anului precedent s-a datorat în principal investițiilor în titluri de credit și acțiuni ale organismelor de plasament colectiv.

## 2.3. Ratele dobânzilor pe piața monetară

În intervalul cuprins între finele lunii februarie și începutul lunii iunie 2014, ratele dobânzilor pe piața monetară au consemnat o creștere marginală și s-au caracterizat printr-o relativă volatilitate, reflectând îndeosebi fluctuațiile surplusului de lichiditate și efectele de sfârșit de lună. Ca urmare a rambursărilor anticipate, contrapartidele au rambursat până în prezent 557 de miliarde EUR din volumul lichidității (1 018,7 miliarde EUR) furnizate inițial în luna decembrie 2011 și respectiv februarie 2012 prin cele două operațiuni de refinanțare pe termen mai lung (ORTL) cu scadența la trei ani.

## 2.4. Piața obligațiunilor

În intervalul dintre sfârșitul lunii februarie și începutul lunii iunie 2014, randamentele obligațiunilor de stat din SUA și din zona euro au consemnat reduceri. Declinul s-a accentuat în cea de-a doua parte a lunii mai și a cunoscut o inversare parțială de semn la începutul lunii iunie. Scăderea randamentelor asociate obligațiunilor de stat a reflectat impactul datelor economice mixte și intensificarea tensiunilor percepute de participanții pe piață, în contextul turbulențelor geopolitice. Este posibil ca, în prima parte a intervalului analizat, anunțurile Comitetului Federal pentru Operațiuni de Piață referitoare la diminuarea injecțiilor de lichiditate în sistemul financiar al Statelor Unite să fi contribuit la exercitarea unor presiuni în sens descendent asupra ratelor dobânzilor. *Spread*-urile între randamentele obligațiunilor guvernamentale din țările zonei euro și rata dobânzii pe piața interbancară *overnight* aferentă operațiunilor *swap* s-au restrâns, în contextul restabilirii încrederii și al unor anticipații relativ stabile privind incertitudinile pe piețele obligațiunilor. Potrivit indicatorilor de piață, anticipațiile privind inflația pe termen lung în zona euro nu au cunoscut modificări semnificative, acestea menținându-se la niveluri pe deplin compatibile cu stabilitatea prețurilor.

## 2.5. Piața acțiunilor

În perioada cuprinsă între finele lunii februarie și începutul lunii iunie 2014, cotațiile acțiunilor au urcat atât în zona euro, cât și în Statele Unite, pe seama anunțurilor în general pozitive referitoare la câștiguri și a unor indicii de revigorare a activității economice, deși



datele statistice publicate în perioada analizată au fost mai curând mixte. Cu toate acestea, îndeosebi în primele două luni ale intervalului analizat, prețurile acțiunilor au fost în continuare afectate de intensificarea tensiunilor geopolitice și de decizia Comitetului Federal pentru Operațiuni de Piață din Statele Unite privind diminuarea achizițiilor de active financiare.

## **2.6. Finanțarea și situația financiară a societăților nefinanciare**

În perioada decembrie 2013 – aprilie 2014, costul real de finanțare a societăților nefinanciare din zona euro a înregistrat o creștere ușoară, reflectând amplificarea costului real al emisiunii de acțiuni și al împrumuturilor bancare, evoluții compensate parțial de scăderea costului real asociat finanțării prin îndatorare pe piață. În privința fluxurilor de finanțare, volumul creditelor bancare acordate societăților nefinanciare a continuat să se diminueze în primele patru luni ale anului 2014. Redresarea economică încă firavă din trimestrul I 2014 a exercitat în continuare efecte inhibitoare asupra cererii de credite. Din perspectiva ofertei, necesitatea ca băncile să își amelioreze ratele capitalului a condus la limitarea capacității acestora de creditare a societăților nefinanciare. În acest context, rezultatele sondajelor aferente trimestrului I 2014 sugerează menținerea restrictivității nete a standardelor de creditare, care au rămas relativ nemodificate față de valorile consemnate în trimestrul anterior. Cu toate acestea, evoluțiile la nivelul emisiunii de titluri de credit și, într-o măsură mai redusă, al emisiunii de acțiuni listate au continuat să ofere sprijin fluxurilor de finanțare externă orientate către societățile nefinanciare din zona euro. Pe parcursul trimestrului I 2014, societățile comerciale din zona euro s-au plasat în continuare pe poziția de creditor net.

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

În trimestrul I 2014, condițiile de finanțare a gospodăriilor populației din zona euro au fost caracterizate de rate stabile ale dobânzilor active practicate de bănci, pe fondul persistenței unui grad ridicat de eterogenitate asociat țărilor membre și instrumentelor utilizate. Evoluțiile în continuare modeste observate la nivelul creditului acordat sectorului gospodăriile populației sunt determinate de acțiunea mai multor factori, printre care dinamica modestă a veniturilor disponibile ale populației, rata ridicată a șomajului, situația nefavorabilă de pe piețele imobiliare și incertitudinile care grevează perspectivele economice. Conform estimărilor, dinamica anuală a creditelor acordate populației s-a menținut în spectrul valorilor negative în trimestrul I 2014. Se estimează că ponderea datoriei în venitul disponibil brut al sectorului gospodăriile populației a înregistrat o reducere marginală în trimestrul I 2014.



### 3. PREȚURI ȘI COSTURI

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a situat la 0,5% în luna mai 2014, față de 0,7% în luna aprilie. Acest rezultat a fost sub așteptări. Scăderea inflației a reflectat atenuarea dinamicii anuale a componentelor servicii, alimente și produse industriale non-energetice, care a fost numai parțial compensată de majorarea variației anuale a prețurilor produselor energetice pe seama unui efect de bază în sensul creșterii. Pe baza informațiilor actuale, se preconizează că rata anuală a inflației IAPC va continua să se situeze la niveluri reduse și în lunile următoare, pentru ca apoi să nu crească decât progresiv în anii 2015 și 2016. În același timp, anticipațiile privind inflația pe termen mediu și lung în zona euro continuă să fie 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 iunie 2014, care anticipează o rată anuală a inflației IAPC de 0,7% în 2014, de 1,1% în 2015 și de 1,4% în 2016. În trimestrul IV 2016, se preconizează că rata anuală a inflației IAPC va fi de 1,5%. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna martie 2014, proiecțiile privind inflația pentru anii 2014, 2015 și 2016 au fost revizuite în sens descendent. Proiecțiile depind de o serie de ipoteze tehnice, printre care cursurile de schimb și prețurile petrolului, iar gradul de incertitudine asociată fiecărei proiecții crește direct proporțional cu durata orizontului de proiecție.

Atât riscurile în sensul creșterii, cât și cele în sensul scăderii la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor sunt considerate limitate, balanța acestora fiind, în general, echilibrată pe termen mediu.

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

În trimestrul I 2014, PIB real în zona euro a consemnat o creștere de 0,2% față de intervalul anterior, ceea ce a confirmat continuarea redresării treptate, deși ritmul acesteia a fost relativ sub așteptări. Cele mai recente rezultate ale sondajelor semnalează o creștere moderată și în trimestrul II 2014. Privind în perspectivă, cererea internă ar trebui să fie susținută în continuare de o serie de factori, printre care orientarea acomodativă a politicii monetare, propagarea la nivelul economiei reale a ameliorării în curs a condițiilor de finanțare, progresele consemnate în domeniul consolidării fiscale și al reformelor structurale, precum și câștigurile la nivelul venitului disponibil real rezultate din scăderea prețurilor produselor energetice. Pe de altă parte, deși pe piețele forței de muncă au apărut noi indicii de ameliorare, în zona euro rata șomajului rămâne ridicată, iar gradul de neutilizare a capacităților de producție continuă să fie, în ansamblu, considerabil.

De asemenea, în luna aprilie variația anuală a împrumuturilor IFM acordate sectorului privat s-a menținut la o valoare negativă, iar ajustările bilanțiere necesare în sectorul public și în cel privat vor continua probabil să afecteze ritmul redresării economice.

Această evaluare privind redresarea moderată este, de asemenea, reflectată de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului din luna iunie 2014, care anticipează o creștere a PIB real anual de 1,0% în 2014, de 1,7% în 2015 și de 1,8% în 2016. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților BCE din luna martie 2014, proiecția privind creșterea PIB real în anul 2014 a fost revizuită în sens descendent, iar proiecția pentru 2015, în sens ascendent. Perspectivele economice pentru zona euro sunt în continuare grevate de riscuri în sensul scăderii.

## 5. EVOLUȚII FISCALE

Potrivit proiecțiilor macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2014, deficitul bugetar al zonei euro se va reduce în continuare, deși se anticipează încetinirea ritmului ajustării fiscale structurale. Ponderea datoriei publice în zona euro este proiectată să crească în continuare până în anul 2014, iar ulterior să se reducă în anul 2015 pentru prima dată de la declanșarea crizei economice și financiare. Eforturile considerabile de consolidare fiscală din ultimii ani încep să dea roade, după cum se evidențiază în recomandarea Comisiei Europene publicată la data de 2 iunie 2014, potrivit căreia procedura de deficit excesiv va fi abrogată în cazul Belgiei, Țărilor de Jos, Austriei și Slovaciei. În pofida acestor evoluții pozitive, unele țări care fac încă obiectul PDE se confruntă în continuare cu riscul nerespectării termenelor limită pentru corectarea deficitului excesiv și trebuie să accelereze procesul de ajustare în vederea asigurării conformității depline cu recomandările PDE. Privind în perspectivă, întrucât din ce în ce mai multe țări ies de sub incidența componentei corective și intră sub cea a componentei preventive a Pactului de stabilitate și creștere, va fi importantă asigurarea continuării progresului în vederea atingerii obiectivelor bugetare pe termen mediu și a unor niveluri mai sigure ale datoriei. În acest sens, majoritatea consiliilor fiscale nou înființate pot avea un rol important în stimularea nivelului de asumare la nivel național a normelor fiscale europene în țările din zona euro.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

## PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR EUROSISTEMULUI – IUNIE 2014<sup>1</sup>

*Conform proiecțiilor, redresarea economică în zona euro se va consolida treptat pe parcursul orizontului de proiecție, fiind susținută de creșterea cererii interne și, într-o măsură mai mică, de cea a cererii externe. Cererea internă beneficiază de orientarea acomodativă a politicii monetare, de revenirea la o orientare fiscală relativ neutră, de îmbunătățirea condițiilor de finanțare și de consolidarea încrederii în contextul reducerii incertitudinilor. În plus, veniturile disponibile reale sunt influențate favorabil de creșterea progresivă a dinamicii salariale și de scăderea prețurilor produselor energetice. Pe de altă parte, se anticipează că efectele nefavorabile asupra perspectivelor economice generate de necesitatea continuării ajustărilor bilanțiere și de nivelul ridicat al șomajului nu se vor reduce decât gradual pe parcursul orizontului de proiecție. Se așteaptă ca cererea externă să beneficieze de redresarea economică treptată pe plan mondial, deși, inițial, este probabil ca impactul pozitiv al acesteia asupra exporturilor zonei euro să fie parțial compensat de efectele aprecierii euro. Se preconizează că PIB real va crește cu 1,0% în anul 2014, cu 1,7% în 2015 și cu 1,8% în 2016. Aceste majorări depășesc ritmul estimat de creștere a PIB potențial, contribuind astfel la reducerea treptată a deficitului de cerere agregată, în condițiile scăderii ușoare a ratei șomajului.*

*Se prognozează că inflația IAPC în zona euro va crește progresiv în cadrul orizontului de proiecție, menținându-se însă la niveluri scăzute. Se anticipează o creștere a inflației totale de la 0,7% în trimestrul I 2014 la 1,5% în trimestrul IV 2016, rata medie a acesteia situându-se la 0,7% în anul 2014, 1,1% în 2015 și 1,4% în 2016. Accelerarea anticipată a inflației IAPC totale reflectă consolidarea graduală a redresării economice, care conduce la o dinamizare a câștigurilor salariale și a profiturilor pe plan intern. Ipoteza scumpirii materiilor prime non-energetice și a bunurilor prelucrate importate implică, de asemenea, un impact în sensul creșterii asupra inflației. Creșterea proiectată a inflației ar trebui însă să fie limitată de scăderile prognozate ale prețurilor petrolului, de manifestarea cu un anumit decalaj a impactului exercitat de aprecierea semnificativă a euro începând cu jumătatea anului 2012 și de persistența deficitului de cerere agregată. Se preconizează că inflația IAPC, exclusiv alimente și produse energetice, va crește progresiv de la 1,0% în anul 2014 la 1,2% în 2015 și la 1,5% în 2016, ajungând la 1,7% până la finele anului 2016.*

<sup>1</sup> 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 2011, disponibil pe *website*-ul BCE. Data-limită pentru includerea celor mai recente informații în cadrul acestui exercițiu a fost 21 mai 2014.

*Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – martie 2014, proiecția privind dinamica PIB real pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent, de la 1,2% la 1,0%, reflectând creșterea sub așteptări din trimestrul I 2014. În schimb, proiecția pentru 2015 a fost revizuită în sens ascendent, de la 1,5% la 1,7%, pe fondul unei redresări mai puternice a veniturilor disponibile reale. Inflația IAPC pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent, de la 1,0% la 0,7%, reflectând în mare parte rezultatele sub așteptări consemnate de aceasta în ultimele luni. Pentru anii 2015 și 2016, proiecțiile privind inflația IAPC au fost revizuite în sens descendent, de la 1,3% la 1,1% și, respectiv, de la 1,5% la 1,4%.*

*Articolul sintetizează proiecțiile macroeconomice pentru zona euro pentru perioada 2014-2016. Proiecțiile care acoperă un orizont atât de îndelungat sunt marcate de incertitudini foarte pronunțate<sup>2</sup>. Acest aspect ar trebui avut în vedere la interpretarea proiecțiilor macroeconomice.*

## CONTEXTUL INTERNAȚIONAL

Se anticipează că dinamica PIB real mondial (exceptând zona euro) se va accelera treptat în cadrul orizontului de proiecție, de la 3,6% în anul 2014 la 4,0% în anul 2015 și la 4,1% în anul 2016. Datele statistice disponibile indică o încetinire de ritm în economiile dezvoltate în trimestrul I 2014, datorată parțial unor factori temporari precum vremea deosebit de rece din America de Nord. Cu toate acestea, făcând abstracție de volatilitatea pe termen scurt, sondajele relevă o dinamică relativ robustă. Creșterea economică pe piețele emergente s-a redus, ca urmare a cererii interne modeste, a inversării influxurilor de capital în aceste economii și a unei marje mai limitate de manevră pentru aplicarea de noi măsuri de politică internă favorabile creșterii. Piețele financiare s-au stabilizat în economiile emergente după episodul de volatilitate consemnat la începutul anului 2014, dar, în multe țări, condițiile financiare s-au înăspriat considerabil începând cu jumătatea anului 2013, afectând activitatea economică. Privind în perspectivă, se anticipează o consolidare a activității globale. Temperarea ritmului de reducere a gradului de îndatorare a sectorului privat și încetinirea consolidării fiscale, alături de îmbunătățirea condițiilor pe piețele forței de muncă, ar trebui să susțină cererea internă în economiile dezvoltate. La rândul ei, cererea mai puternică din economiile dezvoltate ar trebui să favorizeze un reviriment în restul lumii. Cu toate acestea, creșterea economică din unele economii emergente va fi, probabil, limitată de factori structurali, inclusiv blocaje la nivelul infrastructurii și constrângeri privind capacitățile de producție, în timp ce, în țările puternic dependente de influxurile de capital și de o dinamică robustă a creditării, activitatea economică va fi probabil inhibată, pe fondul corectării dezechilibrelor economice și al ajustării la modificările orientării politicii monetare din Statele Unite.

Schimburile comerciale internaționale au consemnat o ușoară pierdere de ritm începând cu sfârșitul anului 2013. Privind în perspectivă, relansarea activității în economiile dezvoltate – în special în sectorul investițiilor, care presupune un nivel ridicat al importurilor – ar

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

trebuie să genereze o accelerare a comerțului mondial pe parcursul orizontului de proiecție. Cu toate acestea, este puțin probabil ca schimburile comerciale internaționale să consemneze un ritm similar celui din anii '90 și 2000, când economiile emergente mari se integrau în economia mondială. În consecință, comparativ cu intervalul anterior de proiecție, în proiecția de bază se estimează o elasticitate mai scăzută pe termen lung a comerțului mondial în raport cu activitatea economică internațională față de cea înregistrată înainte de declanșarea crizei financiare mondiale. Se anticipează că schimburile comerciale internaționale (exceptând zona euro) vor crește cu 4,3% în anul 2014, cu 5,7% în 2015 și cu 5,9% în 2016. În condițiile în care se prognozează că cererea de importuri din partea principalilor parteneri comerciali ai zonei euro va consemna un ritm de creștere mai lent decât cererea de importuri 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)

	Iunie 2014				Martie 2014			Revizuirii față de martie 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real mondial (exceptând zona euro)	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0
Schimburile comerciale mondiale (exceptând zona euro) <sup>1)</sup>	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3
Cererea externă a zonei euro <sup>2)</sup>	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2

<sup>1)</sup> Calculate ca medie ponderată a importurilor.

<sup>2)</sup> Calculată ca medie ponderată a importurilor partenerilor comerciali ai zonei euro.

Notă: Revizuirile sunt calculate pe baza cifrelor nerotunjite.

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – martie 2014, creșterea PIB real la nivel mondial pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent, de la 3,9% la 3,6%. Perspectivele cererii externe a zonei euro au fost revizuite în sens descrescător pe parcursul întregului orizont de proiecție.

## Caseta 1

### 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 14 mai 2014. Ratele dobânzilor pe termen scurt se bazează pe 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 0,3% în anul 2014, la 0,3% în anul 2015 și la 0,4% 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 2,4% în anul 2014, de 2,6% în anul 2015 și de 3,0% în anul 2016<sup>1</sup>. În concordanță cu traiectoria ratelor dobânzilor pe piața contractelor *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 crește treptat.

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 108,8 USD/baril în anul 2013 la 98,2 USD/baril în anul 2016. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice vor crește marginal în anul 2014, urmând să se majoreze într-un ritm ușor mai rapid în 2015 și 2016<sup>2</sup>.

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 14 mai 2014. Această ipoteză presupune un curs de schimb de 1,38 USD/EUR în perioada 2014-2016, în creștere cu 4,2% față de anul 2013. În cadrul orizontului de proiecție, se prognozează o apreciere a cursului de schimb efectiv al euro cu 2,7% față de anul 2013.

#### Ipoteze tehnice

	Iunie 2014				Martie 2014			Revizuirii față de martie 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Prețul petrolului (USD/baril)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
Cursul de schimb USD/EUR	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE 20) (variații procentuale anuale)	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

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

Notă: Revizuirile sunt calculate pe baza cifrelor nerotunjite.

Ipotezele privind politica fiscală reflectă legile bugetului aprobate în țările din zona euro, proiectele de buget pe termen mediu ale acestora și măsurile clar specificate în actualizările programelor de stabilitate care erau disponibile la data de 21 mai 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 – martie 2014, principalele modificări la nivelul ipotezelor tehnice se referă la rate mai scăzute ale dobânzilor pe termen scurt și lung în zona euro. Deși prețurile în dolari SUA ale petrolului sunt relativ mai ridicate față de luna martie, s-a consemnat și o apreciere moderată a euro.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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 II 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

PIB real în zona euro a crescut cu 0,2% în trimestrul I 2014, înregistrând o majorare pentru al patrulea trimestru consecutiv. Rezultatele sondajelor relevă o stabilizare în ultimele luni a încrederii companiilor de la un sector economic la altul și de la o țară la alta, la niveluri apropiate de mediile pe termen lung sau superioare acestora, ceea ce indică o nouă creștere a activității economice în trimestrul II 2014. Ritmul de creștere este proiectat să se accelereze, în special în unele economii care se confruntă cu dificultăți. Relansarea preconizată a activității economice ar trebui să fie susținută, în principal, de consolidarea cererii interne, ca urmare a orientării acomodative a politicii monetare, de revenirea la o orientare fiscală relativ neutră (după anii în care s-a consemnat o înăsprire fiscală substanțială) și la condiții de creditare neutre, precum și de ameliorarea încrederii companiilor și populației în contextul reducerii incertitudinilor. Astfel, consumul privat ar trebui să beneficieze de impactul favorabil al dinamizării câștigurilor salariale și al scăderii prețurilor produselor energetice asupra venitului disponibil real. De asemenea, se anticipează că activitatea economică va fi susținută, într-o măsură tot mai mare, de consolidarea treptată a cererii externe, deși, inițial, este probabil ca dinamica exporturilor să fie afectată de aprecierea cursului de schimb efectiv al euro. Pe de altă parte, efectele nefavorabile asupra perspectivelor privind cererea internă, generate de necesitatea continuării ajustărilor bilanțiere în sectorul public și în cel privat și, în special, 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 pot apărea constrângeri legate de oferta de forță de muncă. În termeni anuali, se anticipează că PIB real va înregistra o



creștere medie de 1,0% în anul 2014, de 1,7% în 2015 și de 1,8% în 2016. Acest tipar de creștere reflectă contribuția constant ascendentă a cererii interne, coroborată cu cea pozitivă marginală a exporturilor nete. Întrucât rata efectivă de creștere a PIB este proiectată să o depășească pe cea estimată a PIB potențial, se așteaptă ca deviația PIB de la nivelul potențial să se reducă, dar să se mențină negativă la sfârșitul orizontului de proiecție.

La o analiză mai detaliată a componentelor cererii, se estimează că dinamica exporturilor în afara zonei euro se va accelera pe parcursul anilor 2014 și 2015, reflectând consolidarea progresivă a cererii externe a zonei euro și disiparea efectelor nefavorabile ale aprecierii euro din ultima perioadă. Conform anticipațiilor, cotele de piață ale exporturilor zonei euro se vor reduce ușor în cadrul orizontului de proiecție, deși vor consemna variații relativ eterogene la nivelul țărilor din zona euro, reflectând evoluțiile diferite în domeniul competitivității. Se preconizează că exporturile în interiorul zonei euro vor înregistra o creștere mai lentă decât cele în afara zonei euro, pe fondul trenării în continuare a cererii interne în această zonă.

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, de consolidarea profiturilor, de reducerea incertitudinilor și de disiparea efectelor nefavorabile asociate ofertei de credite. Cu toate acestea, se estimează că efectele nefavorabile conjugate ale unui trend de creștere mai scăzut și ale necesității continuării restructurării bilanțiere în unele țări din zona euro vor limita redresarea investițiilor corporative pe parcursul orizontului de proiecție.

Proiecțiile privind investițiile în obiective rezidențiale indică un avans treptat, pe fondul redresării activității economice în contextul unor rate scăzute ale dobânzilor la creditele ipotecare. Cu toate acestea, în următoarele trimestre, necesitatea unor noi ajustări pe piețele imobiliare în unele țări și creșterea modestă a venitului disponibil real vor continua să afecteze perspectivele de creștere. Se așteaptă ca investițiile publice să rămână scăzute în cadrul orizontului de proiecție, ca urmare a măsurilor de consolidare fiscală programate în mai multe țări din zona euro, care compensează caracterul mai expansionist al investițiilor publice în alte țări.

Populația ocupată a înregistrat o stagnare în semestrul II 2013, fiind proiectată o creștere modestă a acesteia ulterior. Redresarea lentă a ocupării forței de muncă reflectă avansul modest al activității economice, reacția întârziată a ocupării forței de muncă la creșterea economică și noi reduceri ale numărului de angajați în sectorul public din unele țări. Este probabil ca influența acestor factori să depășească efectele pozitive ale reformelor pe piețele forței de muncă, care au sporit flexibilitatea și au sprijinit crearea de locuri de muncă în sectorul privat, în special în unele țări aflate în dificultate. 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 situației pe piața forței de muncă. Rata șomajului s-a redus ușor în ultimele luni și se preconizează că își va continua scăderea pe parcursul orizontului de proiecție, menținându-se însă 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 euro<sup>1)</sup>**

(variații procentuale anuale)										
	Iunie 2014				Martie 2014			Revizuirii față de martie 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real <sup>3)</sup>	-0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,0
		[0,6 – 1,4] <sup>4)</sup>	[0,6 – 2,8] <sup>4)</sup>	[0,5 – 3,1] <sup>4)</sup>	[0,8 – 1,6] <sup>4)</sup>	[0,4 – 2,6] <sup>4)</sup>	[0,7 – 2,9] <sup>4)</sup>			
Consumul privat	-0,6	0,7	1,5	1,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Consumul administrațiilor publice	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	-0,3
Formarea brută de capital fix	-2,7	1,7	3,1	3,5	2,1	2,7	3,7	-0,4	0,4	-0,2
Exporturi <sup>5)</sup>	1,7	3,6	4,8	5,3	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Importuri <sup>5)</sup>	0,5	3,6	4,8	5,5	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Ocuparea forței de muncă	-0,8	0,3	0,5	0,7	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Rata șomajului (% din forța de muncă)	12,0	11,8	11,5	11,0	11,9	11,7	11,4	-0,2	-0,3	-0,4
IAPC	1,4	0,7	1,1	1,4	1,0	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
		[0,6 – 0,8] <sup>4)</sup>	[0,5 – 1,7] <sup>4)</sup>	[0,6 – 2,2] <sup>4)</sup>	[0,7 – 1,3] <sup>4)</sup>	[0,6 – 2,0] <sup>4)</sup>	[0,7 – 2,3] <sup>4)</sup>			
IAPC exclusiv produse energetice	1,4	1,0	1,3	1,6	1,2	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,1
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,1
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,2
Costul unitar cu forța de muncă	1,2	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	1,2	0,1	-0,3	-0,1
Remunerarea pe salariat	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Productivitatea muncii	0,5	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,1
Soldul bugetar al administrațiilor publice (% din PIB)	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-2,7	-2,5	-2,1	0,2	0,2	0,2
Soldul bugetar structural (% din PIB) <sup>7)</sup>	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,2	-2,2	-2,0	0,3	0,2	0,1
Datoria publică brută (% din PIB)	92,6	93,4	92,6	91,1	93,5	93,2	92,2	0,0	-0,7	-1,1
Soldul contului curent (% din PIB)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

1) Datele, cu excepția celor referitoare la IAPC în anul 2013, se referă la zona euro, inclusiv Letonia. Nivelul proiectat al ratei medii anuale a IAPC pentru anul 2014 se bazează pe configurația zonei euro din anul 2013 care include deja Letonia.

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 schimburile comerciale din interiorul zonei euro.

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

7) Calculat ca soldul bugetar excluzând efectele tranzitorii ale ciclului economic și ale măsurilor 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 2006). 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 caseta intitulată „Cyclical adjustment of the government budget balance” din Buletinul lunar al BCE – martie 2012.

Se estimează o relativă revigorare a consumului privat în cursul anului 2014 și o creștere ulterioară a acestuia în anii 2015 și 2016, urmând îndeaproape dinamica venitului disponibil real, pe fondul stagnării ratei de economisire. Conform proiecțiilor, ritmul de creștere a venitului disponibil real va fi sprijinit de majorarea veniturilor din muncă, reflectând creșterea gradului de ocupare a locurilor de muncă și dinamizarea câștigurilor salariale, precum și impactul mai puțin nefavorabil al consolidării fiscale și menținerea ratei inflației la niveluri scăzute. Consumul administrațiilor publice este prognozat să înregistreze o creștere temperată în cadrul orizontului de proiecție.

Conform proiecțiilor, importurile din afara zonei euro vor înregistra un avans moderat pe parcursul orizontului de proiecție, deși vor fi în continuare limitate de creșterea modestă a cererii totale a zonei euro. Se anticipează că exportul net va avea o contribuție modestă la dinamica PIB real în cadrul orizontului de proiecție, iar excedentul de cont curent se va majora ușor, ajungând la 2,8% din PIB în anul 2016.

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – martie 2014, proiecția privind dinamica PIB real pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent, de la 1,2% la 1,0%, reflectând creșterea sub așteptări din trimestrul I 2014. Proiecția privind dinamica PIB real pentru anul 2015 a fost revizuită în sens ascendent, de la 1,5% la 1,7%, pe seama ipotezelor privind reducerea ratelor dobânzilor și a ieftinirii materiilor prime, care sprijină veniturile reale. Proiecția pentru anul 2016 este relativ nemodificată.

## PROIECȚII PRIVIND PREȚURILE ȘI COSTURILE

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata inflației IAPC totale s-a situat la 0,5% în luna mai 2014. Rata actuală scăzută a inflației reflectă stagnarea prețurilor produselor energetice, a prețurilor alimentelor și produselor industriale non-energetice, precum și tendința de trenare a prețurilor serviciilor.

Se estimează că rata inflației IAPC se va menține la niveluri scăzute până în trimestrul III 2014, urmând ulterior să se accelereze treptat și să ajungă la 1,5% până la sfârșitul orizontului de proiecție. Această creștere graduală a inflației IAPC totale reflectă consolidarea progresivă a redresării economice și implicațiile sale în ceea ce privește reducerea deviației negative a PIB de la nivelul potențial și dinamizarea câștigurilor salariale și a profiturilor. Ipoteza scumpirii materiilor prime non-energetice și a bunurilor prelucrate importate presupune, de asemenea, efecte în sensul creșterii asupra inflației. Cu toate acestea, creșterea proiectată a inflației ar trebui să fie modestă, fiind limitată în special de ipoteza privind scăderea prețurilor petrolului potrivit piețelor *futures*, de impactul întârziat al aprecierii pronunțate a euro începând cu jumătatea anului 2012 și de faptul că, în pofida reducerii deviației PIB de la nivelul potențial, se menține probabilitatea unui deficit de cerere agregată până în anul 2016.

Mai precis, se anticipează că inflația prețurilor produselor energetice se va majora, comparativ cu rata pronunțat negativă de la începutul anului 2014, dar se va menține ușor negativă în cea mai mare parte a orizontului de proiecție, în concordanță cu panta descrescătoare descrisă de curba cotațiilor *futures* ale petrolului. Contribuția marginal negativă a componentei produse energetice la inflația IAPC în cadrul orizontului de proiecție diferă de cea de aproximativ 0,5 puncte procentuale consemnată, în medie, în perioada 1999-2013 și explică, în mare măsură, perspectivele moderate privind inflația.

Se preconizează că dinamica prețurilor alimentelor va continua să se tempereze până în trimestrul III 2014, datorită propagării întârziate a efectelor reducerilor anterioare ale prețurilor materiilor prime alimentare și efectelor de bază în sensul scăderii. Având în vedere majorarea estimată a prețurilor producției agricole din UE și redresarea graduală a activității economice, această dinamică este proiectată să se accelereze în mod constant pe parcursul orizontului de proiecție, atingând, în medie, 1,9% în anul 2016. Conform proiecțiilor, contribuția dinamicii prețurilor alimentelor la inflația IAPC totală se va situa, în medie, la 0,3 puncte procentuale pe parcursul orizontului de proiecție, comparativ cu o contribuție medie de circa 0,5 puncte procentuale începând cu anul 1999.

Se anticipează că inflația calculată pe baza IAPC, exclusiv alimente și produse energetice, va fi consemnat un punct de inflexiune pe parcursul trimestrului IV 2013 și în primele luni ale anului 2014. Se preconizează o creștere a acesteia în cadrul orizontului de proiecție, până la 1,7% în trimestrul IV 2016, odată cu intensificarea redresării economice, care va conduce la dinamizarea salariilor și profiturilor. Contribuția medie a acestei componente la inflația IAPC totală pe parcursul orizontului de proiecție este preconizată la 0,9 puncte procentuale, nivel doar ușor inferior mediei înregistrate începând cu anul 1999.

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. Nivelul acestei contribuții este ușor inferior celui înregistrat în 2013. Referitor la anii 2015 și 2016, în prezent se preconizează că aceste contribuții vor fi ne semnificative, dată fiind absența informațiilor cu privire la măsurile fiscale aprobate pentru anii respectivi.

Presiunile inflaționiste externe s-au atenuat considerabil în cursul anului 2013, reflectând impactul trenării creșterii economice pe plan mondial asupra prețurilor internaționale, al aprecierii euro și al scăderii prețurilor petrolului și ale altor materii prime nepetroliere. Privind în perspectivă, se așteaptă ca dinamica anuală a deflatorului importurilor să se accelereze treptat pe parcursul orizontului de proiecție și să devină pozitivă la începutul anului 2015. Conform proiecțiilor, aceasta se va situa, în medie, la 1,2% în 2016, nivel apropiat de ritmul mediu de creștere pe termen lung. Accelerarea dinamicii deflatorului importurilor reflectă consolidarea anticipată a creșterii economice pe plan mondial și, implicit, majorarea prețurilor bunurilor prelucrate, scumpirea anticipată a materiilor prime non-energetice și disiparea efectelor aprecierii anterioare a euro.

Cu privire la presiunile inflaționiste interne, se anticipează că ameliorarea progresivă a condițiilor pe piața forței de muncă din zona euro va conduce la o creștere a remunerării pe salariat. Cu toate acestea, se prognozează că, în primii doi ani din cadrul orizontului de proiecție, ritmul de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă va fi temperat de o creștere a productivității superioară majorării salariilor nominale, reflectând redresarea ciclică a productivității. În anul 2016, conform așteptărilor, consolidarea continuă a dinamicii salariale, coroborată cu reducerea ritmului de creștere a productivității, va contribui la intensificarea dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă.

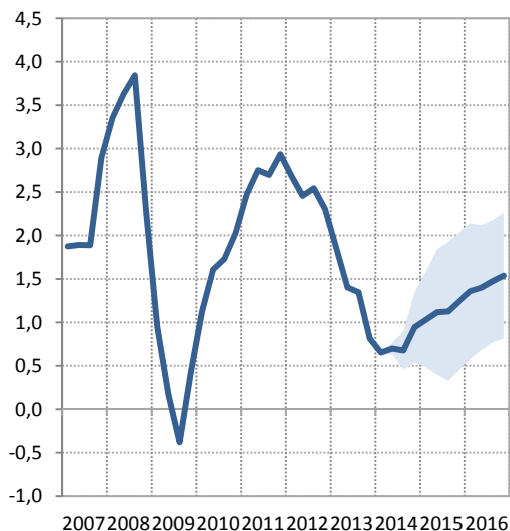
Se preconizează că marjele de profit (determinate ca diferența dintre deflatorul PIB la costul factorilor și ritmul de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă) vor crește pe parcursul orizontului de proiecție, fiind susținute de redresarea ciclică a economiei.

## Graficul 1 Proiecții macroeconomice<sup>1)</sup>

(date trimestriale)

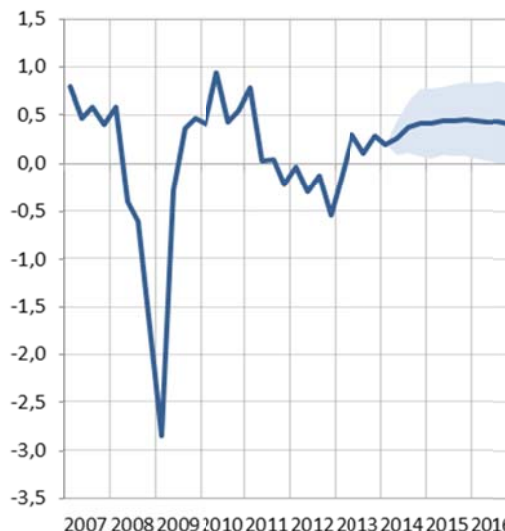
### Inflația IAPC în zona euro

(variații procentuale anuale)



### PIB real în zona euro<sup>2)</sup>

(variații procentuale trimestriale)



<sup>1)</sup> 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.

<sup>2)</sup> Date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – martie 2014, proiecția privind inflația IAPC pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent, de la 1,0% la 0,7%, reflectând, în mare măsură, rezultatele sub așteptări din ultimele luni. Proiecțiile pentru anii 2015 și 2016 au fost revizuite în sens descrescător, de la 1,3% la 1,1% și, respectiv, de la 1,5% la 1,4%, reflectând, în principal, o creștere mai redusă a costurilor unitare cu forța de muncă.

## PERSPECTIVELE FISCALE

Pe baza ipotezelor prezentate în Caseta 1, ponderea deficitului bugetar în PIB în zona euro este proiectată să se reducă de la 3,0% în anul 2013 la 2,5% în 2014 și să scadă în continuare până la 1,9% în 2016. Această evoluție reflectă, în principal, o îmbunătățire a poziției ciclice. În plus, se estimează o ameliorare a soldului primar ajustat ciclic pe seama eforturilor de consolidare fiscală din unele țări ale zonei euro și a unei asistențe doar marginale acordate din fonduri publice sectorului financiar. Se preconizează o îmbunătățire relativă a soldului bugetar structural pe întreaga perioadă a proiecției, deși într-un ritm mai lent decât în ultimii ani. Această îmbunătățire este determinată, în principal, de continuarea anticipată a creșterii moderate a cheltuielilor publice. Se prognozează că ponderea datoriei publice brute în PIB în zona euro va atinge un nivel maxim de 93,4% în anul 2014 și va consemna ulterior o scădere până la 91,1% în anul 2016.

Următoarele casete includ unele analize ale sensibilității (Casetă 2), observații privind expunerea zonei euro la criza din Ucraina (Casetă 3) și o comparație cu alte prognoze disponibile (Casetă 4).

## Casetă 2

### 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 zonei euro, sensibilitatea acestora din urmă la traiectoriile alternative ale acestor ipoteze de bază poate contribui la analiza riscurilor asociate proiecțiilor. Această casetă examinează incertitudinile referitoare la trei dintre ipotezele de bază utilizate în proiecții, precum și sensibilitatea proiecțiilor la aceste ipoteze<sup>1</sup>.

#### 1) O TRAIECTORIE ALTERNATIVĂ PRIVIND PREȚURILE PETROLULUI

Ipotezele privind prețurile petrolului din proiecțiile actuale ale experților Eurosistemului 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, acest profil rămâne sub semnul incertitudinii. Atât evoluția cererii, cât și cea a ofertei sunt marcate de incertitudine.

Scăderea estimată a prețurilor petrolului poate reflecta o opinie a pieței potrivit căreia producția de petrol din mai multe țări OPEC, care s-a redus recent pe fondul instabilității politice sau al tensiunilor geopolitice, se va redresa parțial și/sau va fi compensată de o creștere a producției de petrol din șisturi bituminoase a Statelor Unite. Cu toate acestea, prețurile petrolului ar putea înregistra majorări în cazul unor evenimente geopolitice neprevăzute pe termen scurt în principalele țări producătoare de petrol sau al unei redresări mai puternice la nivel mondial 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 sensibilității<sup>2</sup>. Traiectoria alternativă estimează că prețurile petrolului se vor situa cu 1%, 7% și 13% peste cotațiile *futures* în anii 2014, 2015 și, respectiv, 2016. Pe baza modelelor macroeconomice elaborate de experții Eurosistemului, majorarea prețurilor petrolului ar conduce la o inflație IAPC cu 0,2 puncte procentuale peste proiecția de bază în anii 2015 și 2016. Totodată, scumpirea petrolului ar afecta și dinamica PIB real, care s-ar reduce cu 0,1 puncte procentuale în anii 2015 și 2016.

#### 2) CERERE EXTERNĂ MAI REDUSĂ

Relația dintre schimburile comerciale pe plan internațional și dinamica PIB la nivel mondial pare să se fi modificat în ultimii ani. Anterior crizei financiare, importurile la nivel mondial au crescut, în general, mult mai rapid decât PIB (elasticitatea istorică a schimburilor comerciale în raport cu dinamica activității economice în perioada 1982-2007 a fost de 1,8). Totuși, începând cu anul 2011, importurile și PIB la nivel mondial au crescut într-un ritm similar (media elasticității în perioada 2011-2013 situându-se la 1,1). În continuarea acestei perioade de trenare relativă a schimburilor comerciale, comerțul mondial a cunoscut o ușoară temperare la începutul anului 2014.

Proiecția de bază estimează o redresare treptată a ritmului de creștere a schimburilor comerciale mondiale pe parcursul orizontului de proiecție, deși la un nivel relativ mai scăzut al elasticității pe termen lung în raport cu activitatea economică, comparativ cu perioada anterioară declanșării crizei financiare. În această analiză a sensibilității, sunt luate în considerare implicațiile unui profil mai redus pentru importurile internaționale și cererea externă a zonei euro. Se anticipează că



elasticitatea schimburilor comerciale mondiale se va menține la un nivel similar celui din ultima perioadă, respectiv la 1,1. Aceasta implică o reducere a creșterii cererii externe în zona euro (0,3 puncte procentuale în 2014 și 1,4 puncte procentuale atât în 2015, cât și în 2016).

Rezultatele modelelor macroeconomice utilizate de experții Eurosistemului indică o creștere mai redusă a PIB real (-0,2 puncte procentuale în 2015 și 2016), precum și o rată mai scăzută a inflației IAPC în 2016 (-0,1 puncte procentuale).

### 3) O CONSOLIDARE FISCALĂ SUPPLEMENTARĂ

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 a 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, de multe ori, 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 acoperită de 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 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. Aceste informații 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 vor situa la aproximativ 0,1% din PIB în anul 2014, în timp ce pentru anul 2015 se preconizează un impact mai mare al măsurilor suplimentare posibile (aproximativ 0,4% din PIB) și relativ mai mic (aproximativ 0,2% din PIB) pentru anul 2016, suma cumulată a măsurilor suplimentare de consolidare situându-se în jurul valorii de 0,7% din PIB până la finele anului 2016. În ceea ce privește componența 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 directe și indirecte, precum și ale contribuțiilor la asigurările sociale.

#### 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*)<sup>3</sup> al BCE sunt sintetizate în tabelul care urmează.

Impactul măsurilor suplimentare de consolidare fiscală asupra dinamicii PIB real este limitat în anul 2014, fiind prevăzut la aproximativ -0,3 puncte procentuale în 2015 și la -0,2 puncte procentuale în 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 din 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 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 față<sup>4</sup>. Prin urmare, 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 manifestării unor influențe nefavorabile în procesul de evaluare a datoriei suverane. De asemenea, efectele asupra 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 administrațiilor publice <sup>1)</sup>	-2,5	-1,8	-1,2
Proiecțiile fiscale de bază	-2,5	-2,3	-1,9
Măsurile suplimentare de consolidare fiscală (cumulate) <sup>2)</sup>	0,1	0,5	0,7
Efectele măsurilor suplimentare de consolidare fiscală (puncte procentuale) <sup>3)</sup>			
Dinamica PIB real	-0,1	-0,3	-0,2
Inflația IAPC	0,0	0,1	0,0

<sup>1)</sup> 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.

<sup>2)</sup> Analiza sensibilității bazată pe evaluările experților Eurosistemului.

<sup>3)</sup> 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.

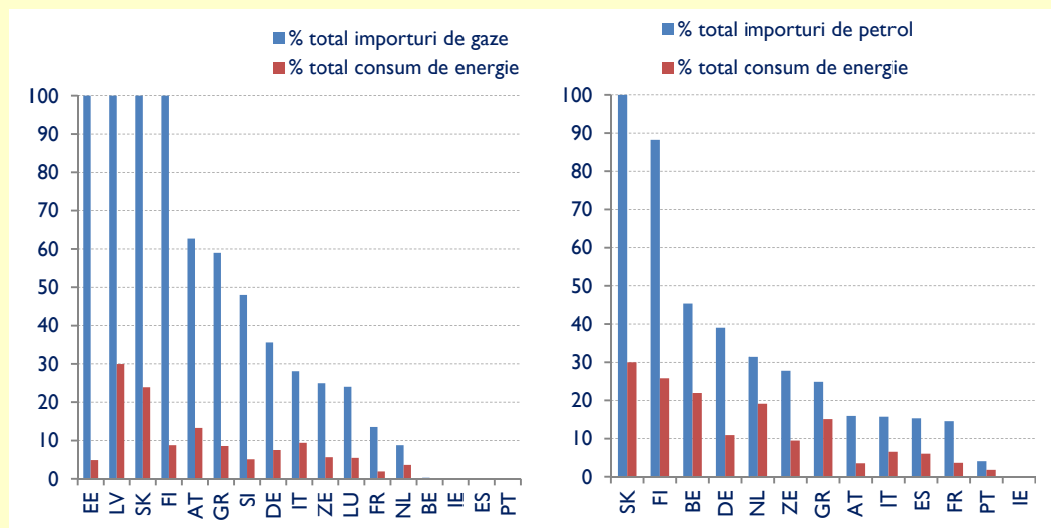
## EXPUNEREA ZONEI EURO LA CRIZA DIN UCRAINA

În ultima perioadă, preocupările privind o posibilă escaladare a tensiunilor dintre Ucraina și Rusia s-au intensificat. Această casetă analizează expunerea zonei euro la Rusia și Ucraina și descrie principalele canale prin care zona euro ar putea fi afectată în cazul în care criza s-ar extinde implicând impunerea de noi sancțiuni Rusiei.

Până în prezent, criza a avut un impact negativ notabil asupra economiilor ucrainene și ruse și numai un impact limitat asupra economiei zonei euro. Deși datele concrete privind zona euro par să fie, în mare măsură, neafectate, există informații neoficiale privind posibilitatea unor incertitudini sporite asociate crizei. Totuși, până în prezent, cotațiile acțiunilor și prețurile materiilor prime s-au menținut la un nivel relativ stabil.

Principalele canale posibile de propagare a efectelor nefavorabile către zona euro sunt schimburile comerciale și relațiile financiare ale acestui spațiu economic cu Rusia, mai degrabă decât cu Ucraina. Zona euro importă o cantitate considerabilă de energie din Rusia, aproximativ 25% din importurile de gaze și aproape 30% din cele de petrol provenind din această țară (Graficele A și B). Unele țări din zona euro importă gaze aproape exclusiv din Rusia. Rusia și, într-o măsură mai mică, Ucraina reprezintă, de asemenea, destinații pentru exporturile zonei euro. Aproximativ 5% din exporturile de bunuri din afara zonei euro se îndreaptă către Rusia, în timp ce exporturile de bunuri din afara zonei euro către Ucraina se ridică la aproximativ 1% (Graficul C). În ceea ce privește expunerea financiară, creanțele băncilor din zona euro asupra Rusiei echivalează cu aproximativ 1% din PIB al zonei euro (Graficul D). Totuși, schimburile comerciale și relațiile financiare prezintă un grad ridicat de eterogenitate în țările din zona euro.

**Graficul A: Importurile de gaze din Rusia (2011)**      **Graficul B: Importurile de petrol din Rusia (2011)**



Sursa: Eurostat

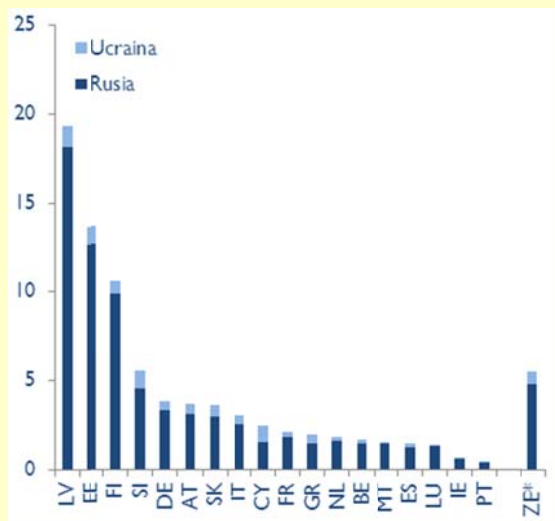
Notă: Datele pentru Cipru și Malta nu sunt disponibile. Țările sunt clasificate în funcție de ponderea importurilor de gaze din Rusia în totalul importurilor de gaze ale acestora.

Sursa: Eurostat

Notă: Datele pentru Estonia, Cipru, Letonia, Luxemburg, Malta și Slovenia nu sunt disponibile. Țările sunt clasificate în funcție de ponderea importurilor de petrol din Rusia în totalul importurilor de petrol ale acestora.

### Graficul C: Exporturile de bunuri către Rusia și Ucraina (T III 2013)

(procent din totalul exporturilor de bunuri)



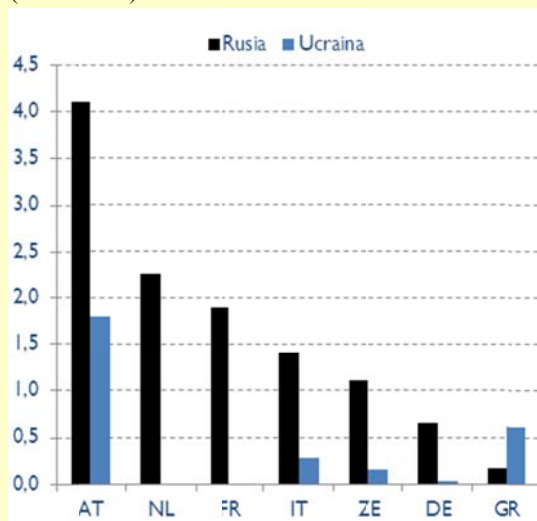
Sursa: Calcule ale FMI și BCE.

\* cu deducerea exporturilor de bunuri din zona euro.

Notă: Țările sunt clasificate în funcție de ponderea exporturilor de bunuri către Rusia și Ucraina în totalul exporturilor de bunuri.

### Graficul D: Creanțele externe ale anumitor bănci din zona euro (în funcție de țară) asupra Ucrainei și Rusiei

(% din PIB)



Sursa: Statistici bancare consolidate ale BRI; BCE.

Notă: Țările sunt clasificate în funcție de ponderea în PIB 2013 a creanțelor externe ale băncilor din zona euro asupra Rusiei. Datele se referă, în general, la T IV 2013; numai țările din zona euro ale căror bănci raportează creanțe externe asupra Rusiei și Ucrainei sunt indicate în grafic; Franța și Țările de Jos nu au raportat în ultima perioadă creanțe asupra Ucrainei; cele mai recente date disponibile din Austria se referă la T III 2012. Cifrele privind zona euro sunt orientative, fiind bazate pe datele la nivel de țară din diferite momente în timp.

Impactul negativ potențial pe care o escaladare a conflictului l-ar avea asupra economiei zonei euro depinde de tipul de sancțiuni impuse Rusiei de către Uniunea Europeană și Statele Unite, precum și de măsurile de retaliere pe care Rusia le-ar putea adopta în această privință. Deși aspectele specifice ale unor astfel de sancțiuni nu sunt clare, sancțiunile ar putea conduce la o creștere a prețurilor petrolului, o scădere a exporturilor Rusiei către zona euro, exercitând un impact negativ asupra activității economice a Rusiei, precum și la ieșiri de capital care ar determina o depreciere a rublei. Efectele nefavorabile asupra zonei euro ar putea proveni și din scăderea cotațiilor acțiunilor și a încrederii, dat fiind faptul că agenții economici sunt tot mai preocupați de intensitatea crizei și de implicațiile acesteia.

În zona euro, este probabil ca aceste canale să afecteze PIB, în principal prin impactul asupra schimburilor comerciale și asupra prețurilor petrolului. În același timp, majorarea prețurilor petrolului ar genera o rată a inflației IAPC în zona euro mai ridicată decât cea estimată în proiecția de bază.

Având în vedere relațiile financiare și expunerile comerciale disparate ale țărilor din zona euro față de Rusia și Ucraina, orice impact al crizei ar fi eterogen, țările cele mai expuse la Rusia și Ucraina, precum statele baltice, confruntându-se cu cele mai ample efecte negative.

De asemenea, este posibil un impact negativ asupra unor țări din zona euro ca urmare a efectelor indirecte din țările terțe afectate nefavorabil, de exemplu țările din Europa de Est. Sectoare și industrii importante în mod specific pentru anumite țări din zona euro, precum agricultura, alimentația, sectorul imobiliar, turismul și anumite sectoare bancare, ar putea fi afectate în mod deosebit de prelungirea sau de escaladarea crizei. În final, acele țări din zona euro care importă un volum mare de gaze și petrol din Rusia ar fi deosebit de afectate de o potențială întrerupere a aprovizionării cu energie din această țară.

## Caseta 4

### 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).

### 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 Eurosistemului	iunie 2014	1,0 [0,6 – 1,4]	1,7 [0,6 – 2,8]	1,8 [0,5 – 3,1]	0,7 [0,6 – 0,8]	1,1 [0,5 – 1,7]	1,4 [0,6 – 2,2]
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	mai 2014	1,2	1,6	1,6	0,8	1,2	1,7
Previziunile <i>Consensus Economics</i>	mai 2014	1,1	1,4	1,6	0,8	1,3	1,5
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză ( <i>Survey of Professional Forecasters</i> )	mai 2014	1,1	1,5	1,7	0,9	1,3	1,5
FMI	aprilie 2014	1,2	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

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

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

Conform prognozelor puse în prezent la dispoziție de alte instituții, se preconizează că dinamica PIB real în zona euro în 2014 va înregistra o ușoară accelerare comparativ cu nivelurile indicate în proiecțiile experților Eurosistemului. Proiecțiile privind dinamica PIB real în 2015 și 2016 sunt similare sau ușor mai scăzute decât proiecțiile experților Eurosistemului. 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 Eurosistemului sau ușor mai ridicată decât aceasta. Se anticipează că rata inflației IAPC în 2016 se va situa, în medie, între 1,3% și 1,7%, conform celorlalte proiecții disponibile, comparativ cu nivelul de 1,4% din proiecțiile experților Eurosistemului. În prezent, toate prognozele disponibile se situează în cadrul intervalelor de variație din proiecțiile experților Eurosistemului, 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.