



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

EDITORIAL

Pe baza analizelor economice și monetare periodice, Consiliul guvernatorilor BCE a hotărât, în ședința din data de 5 septembrie 2013, ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână nemodificate. Informațiile și analizele noi susțin în continuare evaluarea precedentă a Consiliului guvernatorilor. Se anticipează că presiunile asupra prețurilor în zona euro se vor menține scăzute pe termen mediu. În aceste condiții, dinamica masei monetare și, în special, cea a creditului rămân modeste. Anticipațiile privind inflația în zona euro sunt în continuare ferm ancorate la niveluri compatibile cu obiectivul de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu. Totodată, în trimestrul II 2013 dinamica PIB real a fost pozitivă, după șase trimestre în care s-a înregistrat o creștere economică negativă, iar indicatorii de încredere până la nivelul lunii august confirmă ameliorarea graduală anticipată a activității economice comparativ cu nivelurile scăzute anterioare. Orientarea politicii monetare vizează în continuare menținerea gradului de acomodare monetară justificat de perspectivele privind stabilitatea prețurilor, precum și promovarea unor condiții stabile pe piața monetară, sprijinind astfel redresarea treptată a activității economice. Privind în perspectivă, orientarea politicii monetare va rămâne acomodativă atât timp cât va fi necesar, în concordanță cu semnalele transmise în luna iulie privind orientarea viitoare a ratelor dobânzilor reprezentative. Consiliul guvernatorilor confirmă faptul că anticipează menținerea ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE la nivelurile actuale sau mai reduse pe o perioadă extinsă de timp. Această anticipație are în continuare la bază persistența perspectivelor înregistrării unei inflații scăzute, în ansamblu, pe termen mediu, având în vedere trenarea generalizată a activității economice și dinamica modestă a masei monetare. În perioada următoare, Consiliul guvernatorilor va monitoriza toate informațiile noi privind evoluțiile economice și monetare și va evalua impactul eventual asupra perspectivelor pe termen mediu privind stabilitatea prețurilor. În ceea ce privește condițiile de pe piața monetară, acestea au fost, de asemenea, influențate de reducerea progresivă a excedentului de lichiditate. Rambursarea fondurilor atrase în contextul operațiunilor de refinanțare pe termen mai lung cu scadența la trei ani reflectă îmbunătățirea încrederii pe piețele financiare, relativa diminuare a fragmentării acestor piețe și reducerea în continuare a gradului de îndatorare la nivelul băncilor din zona euro. Consiliul guvernatorilor va rămâne deosebit de atent la implicațiile pe care aceste evoluții le pot avea asupra orientării politicii monetare.

În ceea ce privește analiza economică, după șase trimestre de contracție economică în zona euro, în trimestrul II 2013 PIB real în zona euro a consemnat o creștere de 0,3% în termeni trimestriali. Aceasta poate fi parțial atribuită efectelor tranzitorii datorate condițiilor meteorologice din prima jumătate a anului curent. Între timp, indicatorii de încredere bazați pe datele din sondaje până la nivelul lunii august au relevat o nouă

ameliorare comparativ cu nivelurile scăzute anterioare, confirmând, în ansamblu, anticipațiile precedente ale Consiliului guvernatorilor referitoare la redresarea treptată a activității economice. Privind în perspectivă, până la sfârșitul anului 2013 și în 2014, potrivit scenariului de bază se preconizează redresarea producției într-un ritm lent, în special ca urmare a îmbunătățirii progresive a cererii interne, susținută de orientarea acomodativă a politicii monetare. În plus, activitatea economică din zona euro ar trebui să beneficieze de consolidarea graduală a cererii externe de exporturi. De asemenea, îmbunătățirea, pe ansamblu, a situației pe piețele financiare începând cu vara anului 2012 pare să se propage treptat la nivelul economiei reale, astfel cum ar trebui să se întâmple și cu progresele înregistrate în procesul de consolidare fiscală. Totodată, veniturile reale au fost favorizate recent de un nivel, în general, scăzut al inflației. Pe de altă parte, rata șomajului în zona euro rămâne ridicată, iar ajustările bilanțiere necesare în sectorul public și în cel privat vor continua să afecteze activitatea economică.

Această evaluare este reflectată și de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2013, care anticipează că PIB real va scădea în termeni anuali cu 0,4% în anul 2013 și va crește cu 1,0% în anul 2014. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2013, proiecția pentru anul 2013 a fost revizuită în sens ascendent cu 0,2 puncte procentuale, reflectând, în mare parte, datele noi. Pentru anul 2014 aceasta a fost revizuită în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale.

Perspectivile economice pentru zona euro sunt în continuare grevate de riscuri în sensul scăderii. Evoluțiile recente pe piețele monetare și financiare mondiale și incertitudinile conexe ar putea afecta condițiile economice. Alte riscuri în sensul scăderii se referă la majorarea prețurilor materiilor prime în contextul reintensificării tensiunilor geopolitice, la posibilitatea înregistrării unor niveluri sub așteptări ale cererii externe și la implementarea lentă sau insuficientă a reformelor structurale în țările din zona euro.

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, ritmul anual al inflației IAPC în zona euro s-a situat, conform anticipațiilor, la 1,3% în luna august 2013, în scădere de la 1,6% în lunile iunie și iulie. Pe baza ipotezelor actuale referitoare la evoluțiile în domeniul energiei și cele privind cursurile de schimb, se preconizează că ratele anuale ale inflației se vor menține la niveluri scăzute în lunile următoare, în special ca urmare a evoluțiilor consemnate de prețurile produselor energetice. Pe termen mediu, se anticipează menținerea unor presiuni scăzute asupra prețurilor, reflectând trenarea generalizată a cererii agregate și ritmul modest de redresare economică. Anticipațiile privind inflația pe termen mediu și lung sunt în continuare ferm ancorate la niveluri compatibile cu stabilitatea prețurilor.

Această evaluare este reflectată și de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2013, care anticipează că rata anuală a inflației IAPC

se va situa la 1,5% în anul 2013 și, respectiv, la 1,3% în anul 2014. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2013, proiecția privind inflația pentru anul 2013 a fost revizuită în sens ascendent cu 0,1 puncte procentuale, cea pentru anul 2014 rămânând nemodificată.

Se preconizează că balanța riscurilor la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor se va menține, în general, echilibrată pe termen mediu. Riscurile în sensul creșterii derivă îndeosebi din scumpirea materiilor prime, precum și din majorările peste așteptări ale prețurilor administrate și ale impozitelor indirecte, iar cele în sensul scăderii sunt asociate unei dinamici sub așteptări a activității economice.

În ceea ce privește analiza monetară, datele pentru luna iulie confirmă menținerea la un nivel scăzut a dinamicii masei monetare (M3) și, în special, a creditului. Ritmul anual de creștere a M3 s-a redus în continuare, până la 2,2% în luna iulie, comparativ cu 2,4% în luna iunie. Dinamica anuală a M1 a rămas robustă, dar s-a temperat la 7,1% în luna iulie, față de 7,5% în iunie. Ritmul de creștere a M3 a continuat să fie susținut în principal de influxurile nete de capital în zona euro, iar variația anuală a împrumuturilor acordate sectorului privat a continuat să se reducă. Dinamica anuală a creditelor acordate populației (date ajustate cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare) s-a menținut la 0,3% în luna iulie, nivel nemodificat, în linii mari, de la începutul anului. Variația anuală a creditelor acordate societăților nefinanciare (date ajustate cu volumul vânzărilor de credite și al operațiunilor de securitizare) s-a situat la -2,8% în luna iulie, comparativ cu -2,3% în iunie. Evoluția modestă a creditului continuă să reflecte, în principal, stadiul actual al ciclului economic, nivelul crescut al riscului de credit și ajustarea în continuare a bilanțurilor în sectorul financiar și cel nefinanciar.

Începând cu vara anului 2012, au fost înregistrate progrese semnificative în ceea ce privește îmbunătățirea situației finanțării băncilor și, în special, consolidarea volumului intern al depozitelor în mai multe țări aflate în dificultate. Pentru a asigura transmisia corespunzătoare a măsurilor de politică monetară la nivelul condițiilor de finanțare în țările din zona euro, este esențial ca fragmentarea piețelor creditului din zona euro să continue să se diminueze și ca rezistența băncilor la șocuri să se consolideze, în cazul în care este necesar. Adoptarea în continuare de măsuri ferme pentru crearea unei uniuni bancare va contribui la îndeplinirea acestui obiectiv.

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

Pentru a reduce în continuare dezechilibrele și a stimula competitivitatea, creșterea economică și crearea de locuri de muncă, țările din zona euro trebuie să continue implementarea programului de reforme. Referitor la politicile fiscale, guvernele ar trebui

să nu renunțe la eforturile depuse în vederea diminuării deficitelor bugetare și a readucerii ponderii datoriei publice în PIB pe o traiectorie descendentă. Structura consolidării fiscale ar trebui să se axeze pe măsuri favorabile creșterii, care se înscriu într-o perspectivă pe termen mediu și îmbunătățesc calitatea și eficiența serviciilor publice, reducând în același timp la minimum efectele de distorsiune ale impozitării. În ceea ce privește politicile economice, reformele pe piețele bunurilor și serviciilor destinate sporirii competitivității vor facilita crearea de noi întreprinderi, vor sprijini sectorul bunurilor comercializabile și vor stimula crearea de locuri de muncă, în timp ce ratele ridicate ale șomajului necesită reforme structurale ferme în vederea reducerii rigidităților de pe piața forței de muncă și a creșterii cererii de forță de muncă.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

REZUMATELE CAPITOLELOR DIN BULETINUL LUNAR AL BCE, SEPTEMBRIE 2013

EVOLUȚII ECONOMICE ȘI MONETARE

1. MEDIUL EXTERN AL ZONEI EURO

Redresarea globală se menține modestă și variază de la o regiune la alta. Indicatorii din sondaje par să fi înregistrat o redresare, în pofida persistenței unei percepții nefavorabile, ceea ce sugerează că este posibil numai un reviriment lent al economiei mondiale. În majoritatea economiilor dezvoltate mari din afara zonei euro există semne în sensul ameliorării perspectivei creșterii economice, dar mai mulți factori vor limita în continuare creșterea pe termen mediu. În economiile de piață emergente, perspectivele creșterii par să înregistreze o oarecare decelerare, în pofida anticipării în continuare a unei creșteri superioare celei din economiile dezvoltate și a unei contribuții semnificative la activitatea globală în perioada următoare. Între timp, schimburile comerciale internaționale se mențin la un nivel modest, iar indicatorii din sondaje continuă să semnaleze o redresare modestă. În ceea ce privește prețurile de consum, inflația a fost relativ stabilă în țările dezvoltate în luna iulie, în timp ce evoluțiile pe piețele emergente au avut un caracter mai eterogen.

2. EVOLUȚII MONETARE ȘI FINANCIARE

2.1. Moneda și creditele acordate de IFM

Dinamica anuală a masei monetare în sens larg a continuat să se restrângă în trimestrul II și în luna iulie 2013, deși evoluția s-a datorat parțial unor efecte de bază. Totodată, au existat semne de reducere a fragmentării piețelor financiare din zona euro, cu toate că acest fenomen a fost în continuare semnificativ. Îmbunătățirea condițiilor de finanțare a băncilor, persistența intrărilor de capital din partea investitorilor nerezidenți și realocarea fondurilor externe către țările din zona euro aflate în dificultate au contribuit la diminuarea fragmentării și au facilitat reducerea considerabilă a surplusului de lichiditate furnizată de banca centrală. Pe de altă parte, ameliorarea condițiilor pe piețele financiare și a celor de finanțare bancară nu au condus încă la majorarea volumului împrumuturilor acordate sectorului privat nefinanciar. Astfel, în timp ce trimestrul al doilea al anului curent a marcat o relativă stabilizare din perspectiva împrumuturilor acordate gospodăriilor populației, împrumuturile acordate societăților nefinanciare au consemnat un declin semnificativ în trimestrul II și în luna iulie 2013.

2.2. Plasamente financiare ale sectoarelor nefinanciare și ale investitorilor instituționali

Ritmul anual de creștere a plasamentelor financiare efectuate de sectoarele nefinanciare s-a temperat ușor, până la 2,3% în trimestrul I 2013, pe fondul persistenței activității economice modeste și al oportunităților salariale reduse. În acest context, dinamica anuală a plasamentelor financiare realizate de societățile de asigurări și de fondurile de pensii s-a restrâns de asemenea, până la 3,3% în primul trimestru al anului. Fondurile de investiții au consemnat un nou influx în trimestrul II 2013, însă de mai mică amploare decât cele înregistrate în precedentele două trimestre. Evoluția a reflectat în principal ieșirea lunară consemnată în iunie, care trebuie analizată în contextul sporirii temporare a volatilității pe piețele financiare în luna respectivă.

2.3. Ratele dobânzilor pe piața monetară

Ratele dobânzilor pe piața monetară s-au majorat ușor în perioada cuprinsă între luna iunie și începutul lunii septembrie 2013. Totodată, în intervalul analizat, semnalele transmise de BCE în privința traiectoriei ratelor dobânzilor reprezentative au exercitat o relativă presiune în sensul scăderii asupra anticipațiilor referitoare la ratele dobânzilor pe piața monetară, cum ar fi cotațiile *futures* EURIBOR, precum și la volatilitatea acestora. Cu excepția unei majorări temporare marginale la sfârșitul lunii iulie, EONIA a înregistrat în continuare niveluri reduse și stabile, reflectând minimele istorice consemnate de ratele dobânzilor reprezentative ale BCE și volumul încă semnificativ al surplusului de lichiditate de pe piața monetară *overnight*.

2.4. Piața obligațiunilor

Pe parcursul perioadei cuprinse între sfârșitul lunii mai și data de 4 septembrie 2013, randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung cotate AAA în zona euro au înregistrat o creștere cu aproximativ 40 de puncte de bază, până la valoarea de 2,1%. Creșterea generalizată a reflectat un efect de propagare din Statele Unite, precum și publicarea unor date economice pozitive referitoare la zona euro. În Statele Unite, randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung au avansat cu aproximativ 80 de puncte de bază, până la 2,9% la data de 4 septembrie 2013, în contextul anunțurilor referitoare la evoluțiile economice pozitive și al anticipațiilor mai accentuate cu privire la diminuarea volumului de obligațiuni achiziționate de către Rezervele Federale în cadrul programului de relaxare cantitativă. În zona euro, majoritatea diferențialelor față de randamentele aferente obligațiunilor de stat germane au consemnat o reducere ușoară. Incertitudinile cu privire la evoluțiile viitoare pe piețele obligațiunilor în zona euro, determinate pe baza volatilității implicite a acestor piețe, s-au amplificat într-o anumită măsură. Indicatorii de piață semnalează în continuare menținerea anticipațiilor privind inflația pe termen lung la niveluri pe deplin compatibile cu stabilitatea prețurilor.

2.5. Piața acțiunilor

În intervalul cuprins între finele lunii mai și data de 4 septembrie 2013, cotațiile acțiunilor s-au majorat cu aproximativ 1% atât în zona euro, cât și în Statele Unite. Pe ambele maluri ale Atlanticului, anunțurile referitoare la evoluțiile economice pozitive au oferit susținere cotațiilor acțiunilor. Totuși, efectele acestora au fost parțial anihilate de anticipațiile privind adoptarea unei orientări de politică monetară mai puțin acomodative, cu precădere în Statele Unite. În luna iunie, prețurile acțiunilor au consemnat reduceri în ambele regiuni ca urmare a incertitudinilor pe piețele financiare referitoare la iminența unei diminuări a volumului de obligațiuni achiziționate de către Rezervele Federale. În contextul comunicării de către Consiliul guvernatorilor BCE a unor semnale privind orientarea viitoare a ratelor dobânzilor reprezentative și al unor clarificări venite din partea Rezervelor Federale, cotațiile titlurilor s-au înscris pe un trend ascendent în ambele regiuni în luna iulie. Acestea s-au plasat în continuare pe un trend ascendent în zona euro, în cea mai mare parte a lunii august, pe fondul anunțurilor referitoare la evoluțiile economice pozitive. Incertitudinile de pe piețele acțiunilor din zona euro, măsurate pe baza volatilității implicite, s-au amplificat într-o anumită măsură pe parcursul intervalului analizat.

2.6. Finanțarea și situația financiară a societăților nefinanciare

În perioada aprilie-iulie 2013, costul real de finanțare a societăților nefinanciare din zona euro s-a menținut stabil, reflectând reducerea costului finanțării prin emisiuni de acțiuni și a cheltuielilor cu împrumuturile bancare pe termen lung, evoluție compensată de amplificarea costului aferent finanțării prin îndatorare pe piață și a cheltuielilor cu împrumuturile bancare pe termen scurt. În privința fluxurilor de finanțare, volumul creditelor bancare acordate societăților nefinanciare a continuat să se restrângă în cursul trimestrului II 2013. Reducerea volumului împrumuturilor reflectă, în principal, trenarea activității economice, ținând seama de condițiile restrictive de creditare în unele țări din zona euro. Activitatea de emisiune a titlurilor de credit de către societățile nefinanciare s-a menținut la un nivel ridicat, dar a înregistrat o pierdere de viteză semnificativă de la începutul anului în curs.

2.7. Finanțarea și situația financiară a sectorului gospodăriile populației

În trimestrul II 2013, condițiile de finanțare a gospodăriilor populației din zona euro au fost caracterizate de scăderea ușoară a ratelor dobânzilor active practicate de bănci, în special a celor asociate creditelor pe termen mediu și lung, precum și de persistența unui grad semnificativ de eterogenitate la nivelul țărilor membre. Ritmul anual de creștere a

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

3. PREȚURI ȘI COSTURI

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, ritmul anual al inflației IAPC în zona euro s-a situat la 1,3% în luna august 2013, în scădere de la 1,6% în luna iulie. Pe baza ipotezelor actuale referitoare la evoluțiile în domeniul energiei și cele privind cursurile de schimb, se preconizează că ratele anuale ale inflației se vor menține la niveluri scăzute în lunile următoare, în special ca urmare a evoluțiilor consemnate de prețurile produselor energetice. Pe termen mediu, se anticipează menținerea unor presiuni scăzute asupra prețurilor, reflectând trenarea generalizată a cererii agregate și ritmul modest de redresare economică. Anticipațiile privind inflația pe termen mediu și lung sunt în continuare ferm ancorate la niveluri compatibile cu stabilitatea prețurilor.

Această evaluare este reflectată și de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2013, care anticipează că rata anuală a inflației IAPC se va situa la 1,5% în anul 2013 și, respectiv, la 1,3% în anul 2014. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2013, proiecția privind inflația pentru anul 2013 a fost revizuită în sens ascendent cu 0,1 puncte procentuale, cea pentru anul 2014 rămânând nemodificată. Se preconizează că balanța riscurilor la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor se va menține, în general, echilibrată pe termen mediu.

4. PRODUCȚIA, CEREREA ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

După șase trimestre de contracție economică, în trimestrul II 2013 PIB real în zona euro a consemnat o creștere de 0,3% în termeni trimestriali. Aceasta poate fi parțial atribuită efectelor tranzitorii datorate condițiilor meteorologice din prima jumătate a anului curent. Între timp, indicatorii de încredere bazați pe datele din sondaje până la nivelul lunii august au relevat o nouă ameliorare comparativ cu nivelurile scăzute anterioare, confirmând, în ansamblu, anticipațiile precedente referitoare la redresarea treptată a activității economice.

Privind în perspectivă, până la sfârșitul anului 2013 și în 2014, potrivit scenariului de bază se preconizează redresarea producției într-un ritm lent, în special ca urmare a îmbunătățirii progresive a cererii interne, susținută de orientarea acomodativă a politicii monetare. În plus, activitatea economică din zona euro ar trebui să beneficieze de consolidarea graduală a cererii externe de exporturi. De asemenea, îmbunătățirea, pe ansamblu, a situației pe piețele financiare începând cu vara anului 2012 pare să se propage treptat la nivelul economiei reale, astfel cum ar trebui să se întâmple și cu progresele înregistrate în procesul de consolidare fiscală. Totodată, veniturile reale au fost favorizate recent de un nivel, în general, scăzut al inflației. Pe de altă parte, rata șomajului în zona euro rămâne ridicată, iar ajustările bilanțiere necesare în sectorul public și în cel privat vor continua să afecteze activitatea economică.

Această evaluare este reflectată și de proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna septembrie 2013, care anticipează că PIB real va scădea în termeni anuali cu 0,4% în anul 2013 și va crește cu 1,0% în anul 2014. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2013, proiecția pentru anul 2013 a fost revizuită în sens ascendent cu 0,2 puncte procentuale, reflectând, în mare parte, datele noi. Pentru anul 2014 aceasta a fost revizuită în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale. Perspectivele economice pentru zona euro sunt în continuare grevate de riscuri în sensul scăderii.

5. EVOLUȚII FISCALE

Potrivit celor mai recente statistici privind finanțele publice în zona euro, trendul descendent înregistrat de ponderea deficitului public în PIB în zona euro încă de la jumătatea anului 2010 a fost întrerupt în primul trimestru al anului 2013, iar creșterea ponderii datoriei publice în PIB a cunoscut o ușoară intensificare. În luna iunie 2013, Consiliul ECOFIN a decis să acorde mai multor țări o prelungire, cu peste un an în cazul majorității acestora, a termenului limită pentru corectarea deficitului excesiv. Revenirea finanțelor publice pe o traiectorie sustenabilă necesită eforturi susținute de consolidare fiscală. Implementarea așa-numitelor regulamente *two-pack* (pachet de două propuneri legislative), în temeiul cărora Comisia Europeană va evalua proiectele bugetelor naționale, va reprezenta un instrument important pentru continuarea consolidării supravegherii fiscale.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

Casetă

PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR BCE

Pe baza informațiilor disponibile până la data de 23 august 2013, experții BCE au elaborat proiecțiile privind evoluțiile macroeconomice în zona euro¹. În ceea ce privește PIB real, se anticipează o scădere de 0,4% în anul 2013 și o creștere de 1,0% în anul 2014. Conform proiecțiilor, rata medie a inflației IAPC se va situa la 1,5% în anul 2013 și la 1,3% în anul 2014.

Ipoteze tehnice privind ratele dobânzilor, cursurile de schimb, prețurile materiilor prime și politicile fiscale

Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței în perioada încheiată la data de referință de 15 august 2013.

Ipoteza privind ratele dobânzilor pe termen scurt are un caracter pur tehnic. Aceste variabile se bazează pe EURIBOR la 3 luni, anticipațiile pieței fiind derivate din ratele dobânzilor *futures*. Conform acestei metodologii, ratele dobânzilor pe termen scurt se vor situa, în medie, la 0,2% în anul 2013 și la 0,5% în anul 2014. Anticipațiile pieței cu privire la randamentele nominale ale titlurilor de stat din zona euro cu scadența la 10 ani indică un nivel mediu de 3,0% în anul 2013 și de 3,5% în anul 2014. Ca o reflectare a traiectoriei ratelor dobânzilor pe piața contractelor *forward* și a transmiterii treptate a modificărilor ratelor dobânzilor de pe piața interbancară la nivelul ratelor dobânzilor active, se preconizează că ratele dobânzilor agregate la creditele bancare acordate sectorului privat nefinanciar din zona euro vor atinge un nivel minim în semestrul II 2013 și, ulterior, vor crește treptat. Potrivit proiecției actuale, condițiile de creditare vor exercita o influență negativă asupra creșterii economice din zona euro în anul 2013 și vor avea un caracter mai neutru în anul 2014.

Referitor la prețurile materiilor prime, în funcție de traiectoria indusă de piețele *futures* în perioada de două săptămâni încheiată la data de referință, se anticipează că prețul țițeiului Brent va atinge o valoare medie de 107,8 USD/baril în anul 2013 și de 102,8 USD/baril în

¹ Proiecțiile macroeconomice ale experților BCE le completează pe cele ale experților Eurosistemului, care sunt elaborate în comun de experții BCE și cei ai băncilor centrale naționale din zona euro cu frecvență semestrială. Metodele utilizate sunt compatibile cu cele ale proiecțiilor experților Eurosistemului și sunt descrise în documentul intitulat *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, BCE, iunie 2001, disponibil pe *website*-ul BCE. Intervalele prezentate în 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, care include și o ajustare în cazul producerii unor evenimente excepționale, este prezentată în publicația *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, BCE, decembrie 2009, disponibilă, de asemenea, pe *website*-ul BCE.

anul 2014. Proiecția ia în calcul o diminuare a prețurilor în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice² cu 5,4% în 2013 și cu 0,1% în 2014.

În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se preconizează că acestea vor rămâne nemodificate pe parcursul orizontului de proiecție, la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni încheiată la data de referință. Această ipoteză presupune un curs de schimb de 1,32 EUR/USD în anul 2013 și de 1,33 EUR/USD în anul 2014, în creștere de la 1,29 EUR/USD în anul 2012. Referitor la media anuală, se prognozează o apreciere a cursului de schimb efectiv al euro cu 3,6% în anul 2013 și cu 0,7% în anul 2014.

Ipotezele privind politica fiscală se bazează pe programele bugetare naționale ale fiecărei țări din zona euro, disponibile la data de 23 august 2013. Acestea includ toate măsurile deja aprobate de parlamentele naționale sau care au fost prezentate în detaliu de către autoritățile guvernamentale și care au o probabilitate ridicată de a fi adoptate în cadrul procesului legislativ.

Proiecții privind contextul internațional

Dinamica PIB real mondial (exceptând zona euro) este proiectată să se accelereze treptat în cadrul orizontului de proiecție, de la 3,4% în anul 2013 la 4,0% în anul 2014. În concordanță, în linii mari, cu proiecțiile publicate în Buletinul lunar – iunie 2013, creșterea economică a consemnat o relativă intensificare în țările dezvoltate în semestrul I 2013. În schimb, creșterea economică pe piețele emergente s-a temperat ușor, ca urmare a cererii interne mai reduse, în condițiile în care scăderea prețurilor materiilor prime (care afectează exportatorii de materii prime) și trenarea cererii externe au exercitat un impact asupra activității de export. Pe termen scurt, indicatorii de încredere semnalează persistența unei evoluții modeste a activității economice la nivel mondial. O ușoară înăsprire a condițiilor de finanțare comparativ cu perioada anterioară de proiecție, reflectând parțial revizuirea evaluării de către participanții pe piață a amplitudinii viitorului stimul monetar din SUA, afectează, de asemenea, perspectivele creșterii economice pe termen scurt, îndeosebi în unele economii emergente. Ulterior, se anticipează o redresare treptată. Reechilibrarea din sectorul privat – care a înregistrat progrese, dar este încă în derulare – și consolidarea fiscală vor influența creșterea economică în economiile dezvoltate. Se preconizează că revirimentele consemnate pe unele dintre principalele piețe emergente, în special în China, vor fi, de asemenea, modeste, în condițiile în care activitatea economică este limitată de factori structurali. Pe fondul creșterii cererii din partea principalilor parteneri comerciali ai zonei euro într-un ritm mai lent decât în restul lumii, cererea externă în zona euro este relativ mai scăzută și este proiectată să se accelereze cu 2,9% în anul 2013, până la 5,0% în anul 2014.

² Ipotezele privind prețurile petrolului și ale alimentelor se bazează pe cotațiile *futures* până la sfârșitul orizontului de proiecție. În cazul altor materii prime, se presupune că prețurile vor urma tendința cotațiilor *futures* până în trimestrul II 2014, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială.

Proiecții privind creșterea PIB real

PIB real a înregistrat o creștere de 0,3% în trimestrul II 2013, după șase trimestre consecutive de scădere. În trimestrul II 2013, contribuția cererii interne și a exportului net la creșterea PIB real a fost pozitivă, iar cea a variației stocurilor a fost ușor negativă. Creșterea relativ puternică a activității economice în trimestrul II 2013 poate fi atribuită, într-o anumită măsură, unor efecte temporare, datorate în principal condițiilor meteorologice.

Pe fondul disipării efectelor acestor factori temporari, se așteaptă o creștere mai scăzută a PIB real în trimestrul III 2013, deși aceasta se va menține pozitivă. Făcând abstracție de impactul acestor factori temporari, activitatea va fi sprijinită, pe parcursul întregului orizont de proiecție, de efectul favorabil al consolidării treptate a cererii externe asupra exporturilor. Pe termen mai scurt, cererea internă va beneficia de scăderea dinamicii prețurilor materiilor prime, care ar trebui să susțină veniturile reale. În plus, se anticipează că orientarea acomodativă a politicii monetare, consolidată și mai mult prin semnalele transmise recent de Consiliul guvernatorilor BCE cu privire la orientarea viitoare a ratelor dobânzilor reprezentative, și ameliorarea încrederii în contextul restrângerii incertitudinilor vor stimula cererea internă. Dincolo de orizontul pe termen scurt, se preconizează, de asemenea, că cererea internă va beneficia de o orientare a politicii fiscale mai puțin restrictivă și de atenuarea constrângerilor privind oferta de credite. Cu toate acestea, se estimează că efectele nefavorabile asupra cererii interne, determinate de evoluțiile modeste pe piața forței de muncă și de necesitatea de a reduce în continuare gradul de îndatorare în unele țări, se vor diminua numai treptat în cadrul orizontului de proiecție. Pe ansamblu, redresarea proiectată va rămâne modestă în raport cu standardele istorice, conducând la menținerea unei deviații negative a PIB de la potențial. În termeni anuali, se anticipează că PIB real va înregistra, în medie, o scădere de 0,4% în anul 2013, reflectând, în mare parte, un efect de report negativ, urmată de o creștere de 1,0% în anul 2014. Acest tipar de creștere reflectă contribuția constant ascendentă a cererii interne, precum și contribuții pozitive, dar în scădere, ale exportului net.

La o analiză mai detaliată a componentelor cererii, se estimează că dinamica exporturilor în afara zonei euro va fi modestă până la sfârșitul anului 2013 și se va reintensifica ușor în 2014, reflectând în principal consolidarea relativ graduală a cererii externe în zona euro. Un reviriment al investițiilor corporative este așteptat începând cu ultima parte a anului 2013. Conform anticipațiilor, acestea vor fi susținute de consolidarea treptată a cererii interne și externe, de nivelul foarte scăzut al ratelor dobânzilor, de necesitatea înlocuirii progresive a stocului de capital după mai mulți ani de investiții modeste, de efectele mai puțin nefavorabile asociate ofertei de credite, precum și de consolidarea marjelor de profit pe fondul redresării activității economice. Cu toate acestea, se preconizează numai o diminuare treptată a efectelor negative combinate ale gradului redus de utilizare a capacităților de producție, ale necesității de a continua restructurarea bilanțieră în sectorul corporativ și ale condițiilor nefavorabile de finanțare din unele țări și sectoare din zona euro. Investițiile în obiective rezidențiale sunt estimate să se mențină la niveluri scăzute anul acesta și în 2014, în principal ca urmare a necesității unor noi ajustări pe piețele imobiliare în unele țări, a creșterii modeste a venitului disponibil, precum și a anticipațiilor privind

ieftinirea în continuare a locuințelor. Se anticipează că efectele nefavorabile ale acestor factori vor depăși ca amplitudine efectul atractivității relative a investițiilor imobiliare în alte țări, în care investițiile în obiective rezidențiale sunt susținute de nivelurile minime istorice ale ratelor dobânzilor la creditele ipotecare și de scumpirea locuințelor. Investițiile publice vor rămâne modeste în cadrul orizontului de proiecție, ca urmare a măsurilor de consolidare fiscală anticipate în mai multe țări din zona euro.

Potrivit anticipațiilor, consumul privat va fi moderat pe parcursul anului 2013, în contextul unui tipar uniform al evoluțiilor venitului disponibil real și al unei rate de economisire practic nemodificate. Se anticipează un ușor reviriment al consumului privat în anul 2014, susținut de atenuarea impactului nefavorabil al consolidării fiscale și de sporirea veniturilor din muncă, pe fondul ameliorării condițiilor pe piața forței de muncă, în pofida unei creșteri marginale a ratei de economisire. În cadrul orizontului de proiecție, se preconizează că ponderea gospodăriilor populației, a căror rată de economisire urmează să crească în contextul majorării venitului disponibil și al necesității de restrângere a gradului de îndatorare, o va depăși cu mult pe cea a gospodăriilor populației, care continuă să își reducă rata de economisire în condițiile diminuării veniturilor disponibile și ale unui randament scăzut al economiilor. Proiecțiile privind consumul administrațiilor publice indică, în linii mari, o stagnare a acestuia în anul 2013, ca urmare a eforturilor de consolidare fiscală, urmată de o creștere modestă în anul 2014.

Se preconizează că importurile din afara zonei euro se vor revigora pe parcursul orizontului de proiecție, deși acestea vor fi în continuare limitate de nivelul încă scăzut al cererii agregate. Se estimează că excedentul de cont curent va înregistra o creștere în anii 2013 și 2014.

Tabel A: Proiecții macroeconomice pentru zona euro

(variații procentuale anuale medii)^{1) 2)}

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

¹⁾ Proiecțiile privind PIB real și componentele acestuia conțin date statistice ajustate cu numărul zilelor lucrătoare. Proiecțiile privind importul și exportul includ schimburile comerciale între țările din zona euro.

²⁾ Letonia este inclusă în proiecțiile pentru anul 2014. Variațiile procentuale anuale medii pentru anul 2014 se bazează pe configurația zonei euro din anul 2013 care include deja Letonia.

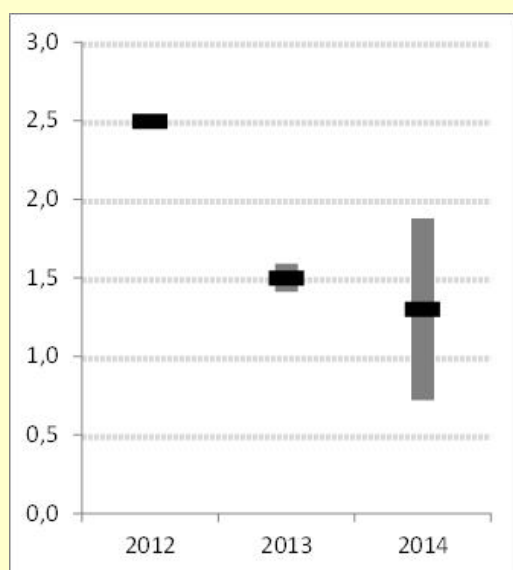
Proiecții privind prețurile și costurile

Se anticipează că rata inflației IAPC, care, potrivit estimării preliminare a Eurostat, s-a situat la 1,3% în luna august 2013, va atinge o medie de 1,5% în 2013 și de 1,3% în 2014. Inflația IAPC a consemnat o scădere pronunțată în semestrul I 2013, ca urmare a reducerii puternice a dinamicii prețurilor produselor energetice, comparativ cu nivelurile ridicate înregistrate în anul 2012. Această decelerare a reflectat, la rândul său, diminuarea prețurilor petrolului și aprecierea euro în anul 2012, precum și efectele de bază favorabile generate de estomparea anticipată a impactului majorărilor anterioare ale prețurilor petrolului. Privind în perspectivă, se anticipează o scădere relativă a prețurilor produselor energetice pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând traiectoria estimată a prețurilor petrolului. Conform anticipațiilor, contribuția componentei produse energetice la inflația IAPC totală în cadrul orizontului de proiecție va fi ne semnificativă și, implicit, substanțial inferioară mediei istorice, explicând, într-o oarecare măsură, evoluția modestă a inflației totale. Dinamica prețurilor alimentelor s-a menținut practic nemodificată în semestrul I 2013, în pofida unor majorări neobișnuite ale prețurilor alimentelor neprocesate. Privind în perspectivă, se anticipează că dinamica prețurilor alimentelor se va reduce ușor, ca urmare a efectelor de bază favorabile și a ieftinirii inițiale preconizate a materiilor prime alimentare pe piețele europene și internaționale. Inflația IAPC, exclusiv alimente și produse energetice, a consemnat o temperare în semestrul I 2013, pe fondul evoluțiilor economice modeste. În anul 2014, aceasta va crește ușor, reflectând redresarea moderată a activității economice și intensificarea presiunilor inflaționiste externe.

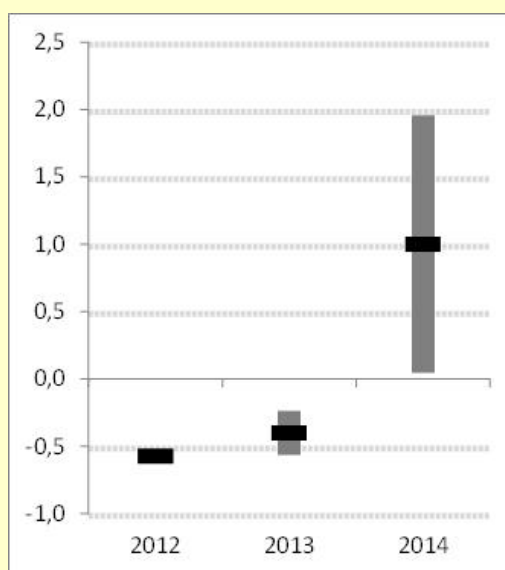
Proiecții macroeconomice

(variații procentuale anuale medii)

a) IAPC în zona euro



b) PIB real în zona euro¹⁾



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

Mai exact, presiunile inflaționiste externe s-au atenuat în semestrul I 2013, ca urmare a aprecierii cursului de schimb efectiv al euro și a scăderii prețurilor petrolului și ale altor materii prime, conducând la declinul deflatorului importurilor. Se preconizează că, totuși, deflatorul va crește treptat pe parcursul anului 2014, pe măsură ce impactul favorabil al aprecierii euro se disipează, prețurile materiilor prime non-energetice se majorează, iar cererea de importuri se intensifică. Cu privire la presiunile inflaționiste interne, se estimează că ritmul anual de creștere a remunerării pe salariat se va menține la un nivel scăzut în anii 2013 și 2014, pe seama condițiilor nefavorabile pe piața forței de muncă. Având în vedere scăderea pronunțată, conform proiecțiilor, a prețurilor de consum pe parcursul acestui an, se anticipează o creștere a remunerării reale pe salariat în anul 2013 și redresarea moderată în continuare a acesteia în cadrul orizontului de proiecție, după scăderile înregistrate în anii 2011 și 2012. Se preconizează că, în anul 2014, ritmurile anuale de creștere a remunerării reale pe salariat se vor menține mult inferioare celor ale productivității, reflectând condițiile nefavorabile pe piața forței de muncă. Ritmul de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă este proiectat să se reducă în anii 2013 și 2014, pe măsură ce creșterea ciclică a dinamicii productivității depășește ca amplitudine intensificarea ușoară a dinamicii remunerării pe salariat. După declinul puternic înregistrat în anul 2012, se anticipează că marjele de profit (determinate ca pondere a deflatorului PIB – calculat utilizând prețurile de bază – în costurile unitare cu forța de muncă) vor consemna o stagnare în anul 2013, reflectând ritmul modest al activității economice interne. Ulterior, se așteaptă ca temperarea ritmului de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă și ameliorarea treptată a condițiilor economice să susțină redresarea marjelor de profit. Se previzionează că majorările prețurilor administrate și ale impozitelor indirecte incluse în planurile de consolidare fiscală vor avea contribuții semnificative la inflația IAPC în anii 2013 și 2014, deși acestea vor fi ușor inferioare celei din anul 2012.

Comparație cu proiecțiile experților Eurosistemului din luna iunie 2013

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului publicate în Buletinul lunar – iunie 2013, proiecția privind creșterea PIB real pentru anul 2013 a fost revizuită în sens ascendent cu 0,2 puncte procentuale, reflectând, în mare parte, datele noi. Proiecția pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale, reflectând impactul cererii externe mai scăzute, al aprecierii cursului de schimb efectiv al euro și al majorării ratelor dobânzilor. În privința inflației IAPC, proiecția pentru anul 2013 a fost revizuită în sens ascendent cu 0,1 puncte procentuale, reflectând prețurile peste așteptări ale alimentelor și ipotezele privind majorarea prețurilor petrolului. Proiecția privind inflația pentru anul 2014 se menține nemodificată.

Tabel B: Comparație cu proiecțiile din luna iunie 2013

(variații procentuale anuale medii)

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

Comparație cu prognozele altor instituții

O serie de prognoze pentru zona euro au fost elaborate atât de organizații internaționale, cât și de instituții din sectorul privat (Tabelul C). Totuși, acestea nu sunt strict comparabile unele cu altele 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.

Intervalele de variație din prognozele puse în prezent la dispoziție de alte organizații și instituții pentru PIB real în zona euro, atât pentru anul 2013, cât și pentru anul 2014, se încadrează în cele menționate în proiecțiile experților BCE, fiind apropiate de punctele centrale ale celor din urmă. În ceea ce privește inflația, prognozele puse la dispoziție de alte organizații și instituții relevă un interval de variație a inflației IAPC în anul 2013 ușor superior celui menționat în proiecțiile experților BCE și, de asemenea, punctului central al acestuia. Pentru anul 2014, intervalul din prognozele altor instituții pentru inflația IAPC se încadrează în cel menționat în proiecțiile experților BCE, fiind apropiat de punctul central al acestuia din urmă.

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

(variații procentuale anuale medii)

	Data publicării	Creșterea PIB		Inflația IAPC	
		2013	2014	2013	2014
OCDE	mai 2013	-0,6	1,1	1,5	1,2
Comisia Europeană	mai 2013	-0,4	1,2	1,6	1,5
FMI	iulie 2013	-0,6	0,9	1,7	1,5
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>ECB's Survey of Professional Forecasters</i>)	august 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Previziunile <i>Consensus Economics</i>	august 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Barometrul zonei euro	august 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Proiecțiile experților BCE	septembrie 2013	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]

Sursa: Previziunile economice de primăvară ale Comisiei Europene pentru anul 2013; actualizarea *IMF World Economic Outlook*, iulie 2013, pentru dinamica PIB real, și *World Economic Outlook*, aprilie 2013, pentru inflație; *OECD Economic Outlook*, mai 2013; previziunile *Consensus Economics*; *MJEconomics* și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*ECB's Survey of Professional Forecasters*).

Notă: Atât proiecțiile macroeconomice ale experților 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.

© Banca Centrală Europeană, 2013

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

Toate drepturile rezervate.

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