



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR BCE – MARTIE 2014¹

Conform proiecțiilor, dinamica PIB real se va menține moderată în 2014, urmând să se accelereze începând cu anul 2015. Se preconizează că redresarea treptată a cererii interne și externe va constitui determinantul principal al creșterii proiectate a activității economice. Cererea externă va beneficia de intensificarea graduală a ritmului de redresare economică la nivel mondial. Se anticipează că cererea internă va fi susținută de ameliorarea încrederii într-un context caracterizat de reducerea incertitudinilor, de orientarea foarte acomodativă a politicii monetare și de scăderea prețurilor petrolului, care ar trebui să exercite o influență favorabilă asupra veniturilor disponibile reale. De asemenea, se așteaptă ca cererea internă să beneficieze de o orientare mai puțin restrictivă a politicilor fiscale în anii următori și de îmbunătățirea progresivă a condițiilor de creditare. Totodată, conform proiecțiilor, efectele nefavorabile asupra perspectivelor de creștere, generate de necesitatea continuării ajustărilor bilanțiere în sectorul privat și de nivelul ridicat al șomajului, se vor reduce treptat pe parcursul orizontului de proiecție. Se preconizează că PIB real va crește cu 1,2% în anul 2014, cu 1,5% în 2015 și cu 1,8% în 2016.

Consolidarea graduală a cererii și reducerea în continuare a capacităților de producție excedentare, în contextul ancorării ferme a anticipațiilor privind inflația, sunt așteptate să conducă la un avans al inflației IAPC în cadrul orizontului de proiecție. Conform proiecțiilor, inflația IAPC în zona euro se va situa la 1,0% în anul 2014, la 1,3% în 2015 și la 1,5% în 2016. Se anticipează că aceste perspective de evoluție moderată a inflației se vor datora, în principal, trendului descendent al cotațiilor futures ale petrolului și deficitului existent de cerere agregată. Având în vedere presiunile în creștere, dar încă moderate, la nivelul prețurilor interne, pe fondul redresării treptate anticipate a activității economice, inflația IAPC, exclusiv produse energetice și alimente, este proiectată să crească de la 1,1% în anul 2014 la 1,7% în anul 2016.

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – decembrie 2013, proiecția privind creșterea PIB real pentru anul 2014 a fost revizuită marginal în sens ascendent. În privința inflației IAPC, proiecția pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale, reflectând cele mai recente date, iar cea pentru anul 2015 a rămas neschimbată.

Articolul sintetizează proiecțiile macroeconomice pentru zona euro nu numai pentru anii 2014 și 2015, ci și, în premieră, pentru anul 2016. Cu toate acestea, proiecțiile care acoperă un orizont atât de îndelungat sunt marcate de incertitudini foarte pronunțate.² Acest aspect trebuie avut în vedere în interpretarea proiecțiilor macroeconomice.

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 4,1% în anul 2016. Deși creșterea economică a consemnat o relativă intensificare în țările dezvoltate în semestrul II 2013, aceasta s-a temperat pe piețele emergente, ca urmare a cererii interne scăzute, a unei marje de manevră limitate pentru aplicarea de măsuri suplimentare de politică internă favorabile creșterii și a tensiunilor de pe piețele financiare. Pe termen scurt, indicatorii de încredere la nivel internațional sugerează condiții favorabile de afaceri, în

¹ Proiecțiile macroeconomice ale experților BCE reprezintă o contribuție la evaluarea Consiliului guvernatorilor privind evoluțiile economice și riscurile la adresa stabilității prețurilor. Informații referitoare la procedurile și metodele utilizate sunt prezentate în documentul intitulat *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, BCE, iunie 2001, disponibil pe website-ul BCE. Data-limită pentru includerea celor mai recente informații în cadrul acestui exercițiu a fost 20 februarie 2014.

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

concordanță cu revigorarea progresivă a activității economice la nivel mondial. În pofida unor tensiuni financiare manifestate recent în unele economii de piață emergente, condițiile generale pe piețele financiare mondiale s-au menținut, în linii mari, stabile în urma deciziei Comitetului federal pentru operațiuni de piață al SUA de a începe diminuarea treptată a achizițiilor de active, contrastând cu turbulențele consemnate la jumătatea anului 2013, când Rezervele Federale au anunțat pentru prima dată posibilitatea introducerii acestei măsuri. Se anticipează că redresarea economică la nivel mondial va continua să se intensifice treptat. În economiile dezvoltate, încetinirea ritmului de reducere a gradului de îndatorare a sectorului privat și a eforturilor de consolidare fiscală ar trebui să sporească încrederea și să susțină cererea internă, deși se așteaptă doar o îmbunătățire lentă a condițiilor pe piețele forței de muncă. Avansul mai puternic al economiilor dezvoltate ar trebui să sprijine economiile de piață emergente.

Schimburile comerciale internaționale s-au accelerat recent, în concordanță cu revigorarea ușoară a activității economice. Cele mai recente date indică o ameliorare pe termen scurt. Privind în perspectivă, se preconizează o consolidare treptată a comerțului internațional, însă elasticitatea acestuia în raport cu activitatea economică se va menține la sfârșitul orizontului de proiecție sub nivelul înregistrat înainte de declanșarea crizei mondiale. Creșterea schimburilor comerciale internaționale (exceptând zona euro) este proiectată să se intensifice de la 3,8% în anul 2013 la 6,2% în 2016. În condițiile în care cererea din partea principalilor parteneri comerciali ai zonei euro este proiectată a avea un ritm de creștere mai lent decât cel corespunzător restului lumii, dinamica cererii externe a zonei euro este anticipată a fi relativ mai scăzută.

Tabelul 1 Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

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

1) Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – decembrie 2013, perspectivele referitoare la creșterea globală au fost revizuite marginal. Perspectivele cererii externe a zonei euro au fost revizuite în sens descendent pentru anul 2014, dar rămân, în linii mari, neschimbate pentru anul 2015. Revizuirile pentru anul 2014 reflectă un efect de report nefavorabil datorat unor evoluții sub așteptări ale schimburilor comerciale în semestrul II 2013, care sunt așteptate să continue pe termen scurt.

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 12 februarie 2014. Ipoteza privind ratele dobânzilor pe termen scurt are un caracter pur tehnic. Aceste variabile 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 0,4% în anul 2015 și la 0,8% în anul 2016. Anticipațiile pieței cu privire la randamentele nominale ale titlurilor de stat din zona euro cu scadența la 10 ani indică un nivel mediu de 2,8% în anul 2014, de 3,2% în anul 2015 și de 3,6% în anul 2016¹. În concordanță cu traiectoria ratelor dobânzilor pe piața contractelor *forward* și transmiterea treptată a modificărilor ratelor dobânzilor

de pe piața interbancară la nivelul ratelor dobânzilor active, se preconizează că ratele dobânzilor agregate la creditele bancare acordate sectorului privat nefinanciar din zona euro vor atinge un nivel minim la începutul anului 2014 și, ulterior, vor crește treptat. Referitor la prețurile materiilor prime, în funcție de traiectoria indusă de piețele *futures* în perioada de două săptămâni încheiată la data-limită, se anticipează că prețul țițeiului Brent va scădea de la 108,8 USD/baril în anul 2013 la 96,9 USD/baril în anul 2016. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor reduce în anul 2014, urmând să se majoreze în 2015 și 2016².

În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se preconizează că acestea vor rămâne nemodificate pe parcursul orizontului de proiecție, la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni încheiată la data-limită de 12 februarie 2014. Această ipoteză presupune un curs de schimb de 1,36 USD/EUR în perioada 2014-2016, în creștere cu 2,1% față de anul 2013. În medie, se prognozează o apreciere a cursului de schimb efectiv al euro cu 1,6% față de anul 2013. *Ipoteze tehnice*

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

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

Ipotezele privind politica fiscală se bazează pe programele bugetare naționale ale fiecărei țări din zona euro, disponibile la data de 20 februarie 2014. Acestea includ toate măsurile deja aprobate de parlamentele naționale sau care au fost prezentate în detaliu de către autoritățile guvernamentale și au o probabilitate ridicată de a fi adoptate în cadrul procesului legislativ.

Comparativ cu Buletinul lunar – decembrie 2013, modificările la nivelul ipotezelor tehnice sunt relativ minore. Printre acestea se numără reducerea relativă a ratelor dobânzilor pe termen lung în zona euro, majorarea ușoară a prețurilor în dolari SUA ale petrolului și o apreciere marginală a cursului de schimb al euro.

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

2 Ipotezele privind prețurile petrolului și ale materiilor prime alimentare se bazează pe cotațiile *futures* până la sfârșitul orizontului de proiecție. În cazul altor materii prime non-energetice, se presupune că prețurile vor urma tendința cotațiilor *futures* până în trimestrul I 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 a continuat să se redreseze într-un ritm moderat în trimestrul IV 2013, majorându-se cu 0,3% față de intervalul anterior, după ratele de creștere de 0,3% și 0,1% înregistrate în trimestrele II și III 2013 (a se vedea graficul). Datele recente din sondaje par să se fi stabilizat peste nivelurile medii pe termen lung, indicând intensificarea în continuare a activității economice în trimestrul I 2014. Este probabil ca iarna deosebit de blândă din unele țări să fi sprijinit activitatea economică în primul trimestru al anului. Ritmul de creștere este proiectat să rămână moderat pe parcursul anului 2014, urmând să se accelereze ușor în perioada următoare. Se anticipează că redresarea treptată a cererii interne, pe seama ameliorării încrederii într-un context caracterizat de reducerea incertitudinilor, orientarea foarte acomodativă a politicii monetare și scăderea prețurilor petrolului (care susține veniturile disponibile reale) vor constitui factorii principali care vor sta la baza relansării activității economice în cadrul orizontului de proiecție. De asemenea, se așteaptă ca cererea internă să beneficieze în anii următori de o orientare mai puțin restrictivă a politicilor fiscale și de îmbunătățirea progresivă a condițiilor de creditare. În plus, pe parcursul orizontului de proiecție, activitatea economică în ansamblu va fi sprijinită într-o măsură tot mai mare de efectul favorabil al consolidării treptate a cererii externe asupra exporturilor, deși, inițial, acesta va fi parțial atenuat de impactul aprecierii anterioare a cursului de schimb efectiv al euro. Conform proiecțiilor, efectele nefavorabile asupra perspectivelor de creștere, generate de necesitatea continuării ajustărilor bilanțiere în sectorul public și în cel privat, de nivelul ridicat al șomajului și de persistența incertitudinilor relativ ridicate, se vor diminua progresiv pe parcursul orizontului de proiecție.

Pe ansamblu, redresarea proiectată a economiei va rămâne modestă în raport cu standardele istorice, estimându-se că PIB real în zona euro va depăși nivelul din perioada anterioară crizei (respectiv cel înregistrat în trimestrul I 2008) abia de la sfârșitul anului 2015. În termeni anuali, se anticipează că PIB real va înregistra o creștere medie de 1,2% în anul 2014, de 1,5% 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 de creștere a PIB este așteptată să o depășească pe cea a PIB potențial, deficitul de cerere agregată se reduce gradual în cadrul orizontului de proiecție.

La o analiză mai detaliată a componentelor creșterii, se estimează că dinamica exporturilor în afara zonei euro se va accelera pe parcursul anilor 2014 și 2015, reflectând consolidarea cererii externe a zonei euro și disiparea progresivă a efectelor nefavorabile ale aprecierii euro din perioada anterioară. Conform anticipațiilor, cotele de piață ale exporturilor zonei euro se vor reduce ușor în cadrul orizontului de proiecție, reflectând impactul exercitat de recente pierderi de competitivitate. Se preconizează că exporturile în interiorul zonei euro vor înregistra o creștere mai lentă decât cele în afara zonei euro, pe fondul nivelului relativ scăzut al cererii interne în zona euro.

Conform proiecțiilor, investițiile corporative se vor revigora treptat, deși într-un ritm prea modest pentru a reveni la nivelurile din perioada anterioară crizei. Se anticipează că dinamica investițiilor corporative va fi sprijinită de o serie de factori: consolidarea treptată proiectată a cererii interne și externe, nivelul foarte scăzut al ratelor dobânzilor, reducerea incertitudinilor, necesitatea modernizării stocului de capital după mai mulți ani de investiții modeste, disiparea efectelor nefavorabile asociate ofertei de credite și consolidarea relativă a marjelor de profit, pe fondul redresării activității economice. Cu toate acestea, se estimează că efectele nefavorabile conjugate ale gradului ridicat de neutilizare a capacităților de producție, ale necesității continuării restructurării bilanțiere în sectorul corporativ, ale condițiilor nefavorabile de finanțare în unele zone și ale unui nivel relativ ridicat de incertitudine în unele țări se vor diminua numai progresiv pe parcursul orizontului de proiecție.

Proiecțiile privind investițiile în obiective rezidențiale indică un avans modest în semestrul I 2014, urmat de o accelerare marginală a dinamicii acestora până la finele orizontului de proiecție. Necesitatea unor noi ajustări pe piețele imobiliare în unele țări și creșterea modestă a venitului disponibil real continuă să afecteze perspectivele de creștere. De asemenea, atractivitatea relativă a investițiilor imobiliare în alte țări, susținută de nivelurile minime istorice ale ratelor dobânzilor la creditele ipotecare, ar trebui să producă efecte numai treptat, întrucât limita capacităților în sectorul construcțiilor din aceste țări a fost aproape atinsă. Se așteaptă ca investițiile publice să rămână relativ scăzute în cadrul orizontului de proiecție, ca urmare a măsurilor de consolidare fiscală programate în mai multe țări din zona euro.

Se prognozează că, în cursul anului 2014, populația ocupată va consemna o ușoară creștere, care se va accelera ulterior. Redresarea lentă a ocupării forței de muncă reflectă avansul modest al activității economice, răspunsul, de regulă, cu întârziere al ocupării forței de muncă la fluctuațiile producției, majorarea numărului de ore lucrate pe persoană ocupată, noi reduceri ale numărului de angajați în sectorul public și incertitudinile sporite din unele țări, care afectează planurile de angajări în sectorul privat. Este probabil ca influența acestor factori să depășească efectele pozitive ale reformelor pe piețele forței de muncă, care au sporit flexibilitatea și au redus pragul de creștere economică dincolo de care începe crearea de locuri de muncă în unele țări aflate în dificultate. Se anticipează că forța de muncă va înregistra o creștere moderată pe parcursul orizontului de proiecție, pe măsură ce unele segmente ale populației vor reveni treptat pe piața forței de muncă. În cadrul orizontului de proiecție, se prognozează scăderea modestă a ratei șomajului, care se va menține însă peste nivelul de 11% în anul 2016. Productivitatea muncii (măsurată ca producție/persoană ocupată) este proiectată să crească ușor pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând avansul anticipat al activității economice și răspunsul decalat al populației ocupate.

Tabel 2 Proiecții macroeconomice pentru zona euro¹⁾

(variații procentuale anuale)

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

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 administrațiilor publice excluzând efectele tranziției ale ciclului economic și măsurilor temporare adoptate de administrațiile publice. Acest calcul are la bază abordarea SEBC privind soldurile bugetare ajustate ciclic (a se vedea Bouthevillain, C. și alții, „Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach”, *Working Paper Series*, nr. 77, BCE, septembrie 2001) și definiția măsurilor temporare utilizată de SEBC (a se vedea Kremer, J. și alții, „A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances”, *Working Paper Series*, nr. 579, BCE, ianuarie 2006). Proiecția soldului structural nu este derivată dintr-o măsură agregată a deviației PIB de la nivelul potențial. În cadrul 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.

Consumul privat este așteptat să cunoască o relativă revigorare în cursul anului 2014 și ulterior, pe măsură ce dinamica venitului disponibil real se va accelera, datorită majorării veniturilor din muncă, îmbunătățirii treptate a condițiilor pe piața forței de muncă, ritmului mai lent de consolidare fiscală și evoluției modeste a inflației; aceste influențe favorabile vor fi temperate numai parțial de o ușoară creștere a ratei de economisire. Consumul administrațiilor publice este proiectat să înregistreze o creștere moderată în cadrul orizontului de proiecție.

Conform proiecțiilor, dinamica importurilor din afara zonei euro va consemna o accelerare moderată pe parcursul orizontului de proiecție, parțial ca urmare a efectelor aprecierii anterioare a euro. Totuși, aceasta ar trebui să fie în continuare limitată de nivelul scăzut al cererii agregate. Se anticipează că exportul net va avea o contribuție pozitivă, dar modestă, la dinamica PIB real în cadrul orizontului de proiecție, iar excedentul de cont curent se va majora, ajungând la 2,7% din PIB în anul 2016.

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – decembrie 2013, proiecția privind creșterea PIB real pentru anul 2014 a fost revizuită marginal în sens ascendent.

PROIECȚII PRIVIND PREȚURILE ȘI COSTURILE

Potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata inflației IAPC totale s-a situat la 0,8% în luna februarie 2014, nivel nemodificat din trimestrul IV 2013. Rata actuală scăzută a inflației reflectă impactul conjugat al reducerii prețurilor produselor energetice și al majorărilor moderate ale prețurilor alimentelor, precum și al tendinței de trenare a prețurilor serviciilor și produselor industriale non-energetice (a se vedea Secțiunea 3 și caseta intitulată „Impact of services and non-energy industrial goods prices on the recent decline in HICP inflation” din această ediție a Buletinului lunar).

Privind în perspectivă, se estimează că rata inflației IAPC se va menține la niveluri scăzute pe termen scurt, urmând să se accelereze începând cu ultimele luni ale anului 2014, pe fondul redresării treptate a activității economice. Se preconizează că rata anuală a inflației se va situa la 1,0% în anul 2014, 1,3% în 2015 și 1,5% în 2016. Proiecția curentă prevede un nivel de 1,7% la sfârșitul anului 2016.

Se anticipează că evoluția moderată a inflației se va datora, în principal, trendului descendent al cotațiilor *futures* ale petrolului și deficitului existent de cerere agregată. Consolidarea graduală a cererii și reducerea în continuare a capacităților de producție excedentare, în contextul ancorării ferme a anticipațiilor privind inflația, sunt așteptate să permită o ușoară creștere a marjelor de profit și o majorare a costurilor unitare cu forța de muncă în multe țări din zona euro. În plus, diminuarea treptată a necesității de ajustare a costurilor și prețurilor în țările aflate în dificultate ar trebui să contribuie, de asemenea, la un avans al inflației IAPC în cadrul orizontului de proiecție.

Mai precis, se estimează o reducere relativă a prețurilor produselor energetice pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând traiectoria estimată a prețurilor petrolului. Aceasta exercită un impact în sensul scăderii asupra inflației IAPC. Contribuția componentei produse energetice la inflația IAPC totală este așteptată să fie aproape nesemnificativă în cadrul orizontului de proiecție, față de contribuția de 0,5 puncte procentuale consemnată, în medie, începând cu anul 1999.

Se preconizează că dinamica prețurilor alimentelor va continua să se tempereze în primele trei trimestre ale anului 2014, datorită reducerii anterioare a prețurilor materiilor prime alimentare (în euro) și efectelor de bază în sensul scăderii. Această dinamică este proiectată să se accelereze până la finele orizontului de proiecție, în concordanță cu majorarea estimată a prețurilor materiilor prime alimentare în perioada analizată. Conform proiecțiilor, contribuția în sensul creșterii a prețurilor alimentelor la inflația IAPC totală se va situa, în medie, la 0,3 puncte procentuale pe parcursul orizontului de proiecție, ușor sub contribuția medie începând cu anul 1999 (0,5 puncte procentuale).

Se anticipează că inflația calculată pe baza IAPC, exclusiv produse energetice și alimente, va crește progresiv în cursul anului 2014, consemnând un nivel mediu de 1,1% pe ansamblul anului, și va urca la 1,4% în 2015 și la 1,7% în 2016. Se preconizează că aceste evoluții vor fi determinate de relansarea graduală proiectată a activității economice. Contribuția medie a acestei componente la inflația IAPC

totală în cadrul orizontului de proiecție este estimată la aproximativ 1,0 puncte procentuale, nivel de asemenea ușor inferior mediei înregistrate începând cu anul 1999 (1,1 puncte procentuale).

Majorările impozitelor indirecte incluse în planurile de consolidare fiscală sunt așteptate să aibă o contribuție semnificativă în sensul creșterii, de aproximativ 0,2 puncte procentuale, la inflația IAPC în anul 2014. Nivelul acestei contribuții este comparabil cu cel înregistrat în 2013. În anii 2015 și 2016, se preconizează că aceste contribuții vor fi ne semnificative, dată fiind absența unor informații detaliate cu privire la măsurile fiscale pentru anii respectivi. Inflația calculată pe baza IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte este așadar proiectată să se accelereze relativ mai puternic față de indicele care include impactul modificărilor de impozite.

Presiunile inflaționiste externe s-au atenuat în cursul anului 2013, ca urmare a trenării cererii pe plan mondial, a aprecierii cursului de schimb efectiv al euro și a scăderii prețurilor petrolului și ale altor materii prime nepetroliere. Acești factori au condus la o reducere a deflatorului importurilor pe parcursul anului. Cu toate acestea, privind în perspectivă, dată fiind consolidarea proiectată a cererii globale în cadrul orizontului de proiecție, majorarea anticipată a prețurilor materiilor prime non-energetice și disiparea efectelor aprecierii anterioare a euro, deflatorul importurilor este așteptat să crească în anul 2014 și până la finele orizontului de proiecție. Se preconizează că variația anuală a acestuia va ajunge la aproximativ 1,1% în anul 2016, nivel apropiat de rata medie de creștere pe termen lung.

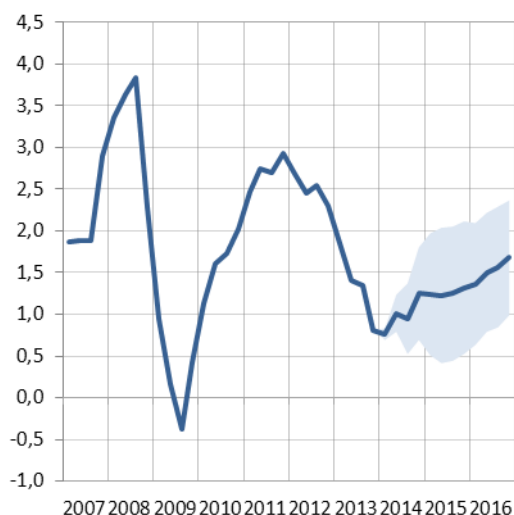
Cu privire la presiunile inflaționiste interne, având în vedere persistența unor condiții nefavorabile, dar în ușoară ameliorare, pe piețele forței de muncă, se estimează că ritmul anual de creștere a remunerării pe salariat se va menține, în linii mari, nemodificat în anul 2014, urmând să se intensifice în anii 2015 și 2016. Ritmul de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă este proiectat să se reducă în 2014, reflectând creșterea ciclică a dinamicii productivității, având în vedere răspunsul cu întârziere al ocupării forței de muncă în situațiile de redresare economică și menținerea, în ansamblu, la aceleași niveluri a ritmului de creștere a remunerării pe salariat pe parcursul anului. Odată cu accelerarea redresării economice în anii 2015 și 2016 și ameliorarea treptată a condițiilor pe piețele forței de muncă, se anticipează că intensificarea ușor mai puternică a dinamicii remunerării pe salariat, comparativ cu cea a productivității muncii, va determina o creștere modestă a 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) se vor consolida în anul 2014 și vor continua să crească ușor pe parcursul orizontului de proiecție, fiind susținute de ameliorarea anticipată a condițiilor economice.

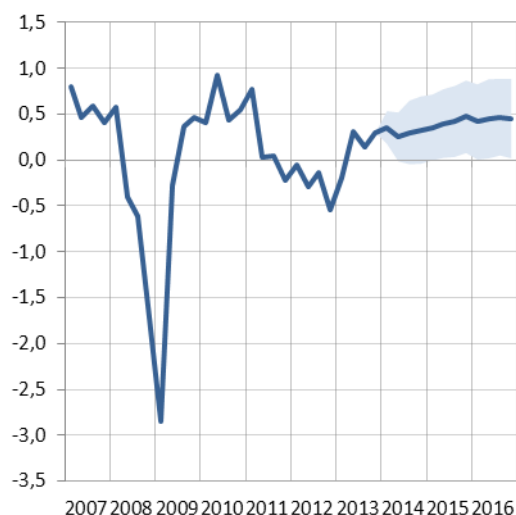
Grafic 1 Proiecții macroeconomice¹⁾

(date trimestriale)

Inflația IAPC în zona euro (variații procentuale anuale)



PIB real în zona euro²⁾ (variații procentuale trimestriale)



1) Intervalele din jurul proiecțiilor centrale se bazează pe diferențele dintre rezultatele efective și proiecțiile anterioare elaborate într-un anumit număr de ani. Amplitudinea acestor intervale este egală cu dublul valorii absolute medii a acestor diferențe. Metoda utilizată pentru calcularea intervalului de variație, care include și o ajustare în cazul producerii unor evenimente excepționale, este prezentată în publicația *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, decembrie 2009, disponibilă pe website-ul BCE.

2) Date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice publicate în Buletinul lunar – decembrie 2013, proiecția privind inflația IAPC pentru anul 2014 a fost revizuită în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale, menținându-se neschimbată pentru anul 2015.

PERSPECTIVELE FISCALE

Pe baza ipotezelor prezentate în Casetă 1, ponderea deficitului bugetar în PIB în zona euro este proiectată să se reducă de la 3,2% în anul 2013 la 2,7% în 2014 și să scadă în continuare până la 2,1% în 2016. Reducerea proiectată a deficitului în anul 2014 reflectă eforturile de consolidare fiscală în mai multe țări din zona euro și diminuarea asistenței din fonduri publice acordate sectorului financiar. În perioada 2015-2016, se anticipează că scăderea graduală proiectată a deficitului bugetar va fi determinată, în principal, de contribuția favorabilă a componentei ciclice, pe fondul restrângerii capacităților de producție excedentare, și, într-o mai mică măsură, de îmbunătățirea în continuare a componentei structurale, care este proiectată să se amelioreze într-un ritm mai lent decât în ultimii ani. Ca urmare, conform proiecțiilor, soldul bugetar structural (soldul ajustat ciclic, excluzând toate măsurile temporare) se va îmbunătăți vizibil în anul 2014 și într-o mai mică măsură până la finele orizontului de proiecție. Ponderea datoriei publice brute în PIB în zona euro este proiectată să atingă un nivel maxim de 93,5% în anul 2014 și să consemneze ulterior o scădere până la 92,2% în anul 2016.

ANALIZA SENZITIVITĂȚII

Proiecțiile se bazează în mare măsură pe ipoteze 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 din proiecții. Această casetă examinează incertitudinile referitoare la trei dintre ipotezele de bază utilizate în proiecții, precum și sensibilitatea proiecțiilor la aceste ipoteze.¹

1) O TRAIECTORIE ALTERNATIVĂ PRIVIND PREȚURILE PETROLULUI

Ipotezele privind prețurile petrolului din proiecțiile actuale ale experților BCE sunt preluate din anticipațiile pieței determinate pe baza cotațiilor *futures* ale petrolului în cele două săptămâni anterioare datei-limită. În prezent, acestea implică scăderea constantă a prețurilor petrolului pe parcursul orizontului de proiecție. Cu toate acestea, acest profil rămâne sub semnul incertitudinii. Atât evoluția cererii, cât și cea a ofertei sunt marcate de incertitudine.

Pe partea cererii, încetinirea creșterii economice în economiile de piață emergente ar putea avea un impact negativ asupra prețurilor materiilor prime pe plan internațional. Pe de altă parte, prețurile petrolului ar putea înregistra majorări în cazul unei redresări mai puternice la nivel mondial și, în special, în Statele Unite. Totodată, pe partea ofertei, efectul creșterii producției de petrol din șisturi bituminoase în cadrul orizontului de proiecție este evaluat a fi limitat din două motive. În primul rând, majoritatea efectelor decurgând din producția de petrol din șisturi bituminoase par să fi fost deja luate în calcul la stabilirea prețurilor și, în al doilea rând, chiar și unele modificări considerabile privind volumul producției în SUA pot avea numai un impact redus asupra prețurilor internaționale datorită unei posibile reacții de compensare a producției de petrol în Arabia Saudită. În același timp, ar putea apărea presiuni de natura ofertei în sensul creșterii asupra prețurilor petrolului, ca urmare a unor evenimente geopolitice neprevăzute.

Pe ansamblu, în contextul redresării globale, creșterea prețului petrolului peste nivelul estimat în proiecția de bază pare plauzibilă. Prin urmare, ajustarea în sens ascendent a traiectoriei cotațiilor *futures* ale petrolului, pe baza utilizării capacităților de producție în industria prelucrătoare din SUA, este luată în considerare în această analiză a sensibilității.² Traectoria alternativă estimează că prețurile petrolului se vor situa cu 2%, 8% și 14% peste cotațiile *futures* în anii 2014, 2015 și, respectiv, 2016. Pe baza modelelor macroeconomice elaborate de experții BCE, majorarea prețurilor petrolului ar conduce la o inflație IAPC cu 0,2 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 anul 2016.

2) UN CURS DE SCHIMB MAI SCĂZUT AL EURO

Cursul de schimb efectiv nominal al euro măsurat în raport cu principalii 20 de parteneri comerciali ai zonei euro s-a apreciat în ultimele luni, depășind, în prezent, cu 3% media istorică pe termen lung înregistrată din anul 1999. Participanții pe piață au atribuit această apreciere, în mare parte, tendinței curente de diminuare a expunerilor investitorilor internaționali față de piețele emergente (o parte din capital ajungând în zona euro), corecției monedelor principalelor țări exportatoare de materii prime și nivelul persistent scăzut al yenului japonez.

Proiecția de bază estimează menținerea, pe parcursul orizontului de proiecție, a cursurilor de schimb bilaterale la nivelurile medii înregistrate în cele două săptămâni anterioare datei-limită de 12 februarie 2014. În acest context și în scop ilustrativ, este elaborată o traiectorie alternativă stilizată a cursului de schimb, pornind de la ipoteza unei depreciere a monedei euro cu 3%, în termeni efectivi nominali, începând cu trimestrul II 2014. Rezultatele acestei preconizate depreciere indică o creștere anuală cu aproximativ 0,1-0,2 puncte procentuale a dinamicii PIB real și a inflației IAPC pe parcursul orizontului de proiecție.

3) O CONSOLIDARE FISCALĂ SUPLIMENTARĂ

După cum s-a menționat în Caseta 1, ipotezele privind politicile fiscale includ toate măsurile deja aprobate de parlamentele naționale sau care au fost prezentate suficient de detaliat de către administrațiile publice 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 obiectivele fiscale prezentate de administrațiile publice în legile bugetului sau în proiectele de buget pentru anul 2014, de documentele programelor UE-FMI și, într-o anumită măsură, de programele de stabilitate din 2013 (care urmează a fi actualizate în luna aprilie 2014). 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 exercițiile bugetare actuale. Prin urmare, nu este numai necesar, ci și probabil ca, până în anul 2016, majoritatea administrațiilor publice 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 administrațiilor publice și proiecțiile bugetare de bază. Pentru a evalua măsurile suplimentare posibile de consolidare fiscală sunt utilizate condiții și informații specifice fiecărei țări în ceea ce privește dimensiunea și componența acestor măsuri. Informațiile specifice fiecărei țări urmăresc îndeosebi să surprindă incertitudinile asociate obiectivelor fiscale, probabilitatea unor măsuri suplimentare de consolidare fiscală, precum și efectele conexe de *feedback* la nivel macroeconomic.

Pe baza acestei abordări, se estimează că măsurile suplimentare de consolidare pentru zona euro se 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 0,6% din PIB) și relativ mai mic (aproximativ 0,3% din PIB) pentru anul 2016, suma cumulată a măsurilor suplimentare de consolidare situându-se în jurul valorii de 1,0% 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*)³ al BCE sunt sintetizate în tabelul care urmează.

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 ¹⁾	-2,4	-1,6	-0,8
Proiecțiile fiscale de bază	-2,7	-2,5	-2,1
Măsurile suplimentare de consolidare fiscală (cumulate) ²⁾	0,1	0,7	1,0
Efectele măsurilor suplimentare de consolidare fiscală (puncte procentuale) ³⁾			
Dinamica PIB real	-0,1	-0,4	-0,1
Inflația IAPC	0,0	0,1	0,1

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

2) Analiza senzitivității bazată pe evaluările experților Eurosistemului.

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

Impactul macroeconomic al măsurilor suplimentare de consolidare fiscală este limitat în anul 2014, estimat la aproximativ -0,4 puncte procentuale în 2015 și din nou limitat în 2016. Impactul asupra inflației IAPC este prognozat la aproximativ 0,1 puncte procentuale.

Astfel, analiza actuală relevă unele riscuri în sensul scăderii la adresa proiecției de bază pentru dinamica PIB real, în special în anul 2015, întrucât nu toate măsurile de consolidare fiscală preconizate au fost incluse în proiecția de bază. Totodată, există riscuri 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 că această analiză a senzitivității 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.⁴ Totodată, 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.

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 „The role of fiscal multipliers in the current consolidation debate”, Buletinul lunar al BCE – decembrie 2012.

Caseta 3

PROGNOZE ALE ALTOR INSTITUȚII

O serie de prognoze pentru zona euro au fost elaborate atât de organizații internaționale, cât și de instituții din sectorul privat. Totuși, acestea nu sunt strict comparabile una cu cealaltă sau cu proiecțiile macroeconomice realizate de experții BCE, întrucât au fost finalizate la momente diferite. În plus, sunt utilizate metode diverse (în parte neprecizate) pentru stabilirea ipotezelor privind variabilele fiscale, financiare și externe, inclusiv prețul petrolului și al altor materii prime. De asemenea, există diferențe între prognoze în ceea ce privește metodele de ajustare cu numărul zilelor lucrătoare (a se vedea tabelul de mai jos).

Conform prognozelor puse în prezent la dispoziție de alte instituții, se preconizează că PIB real în zona euro va avea în anii 2014 și 2015 o evoluție similară traiectoriei prevăzute în proiecțiile experților BCE. Dinamica PIB real este proiectată să se situeze în 2016 în intervalul indicat în proiecțiile experților BCE. În ceea ce privește inflația, prognozele puse la dispoziție de majoritatea celorlalte instituții relevă pentru anii 2014 și 2015 o rată anuală medie a inflației IAPC apropiată de proiecția experților BCE. Celelalte proiecții disponibile anticipează că rata medie a inflației IAPC se va situa între 1,5% și 1,8% în 2016, valori care se încadrează în intervalul prevăzut de proiecțiile experților BCE.

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

(variații procentuale anuale)

	Data publicării	Creșterea PIB			Inflația IAPC		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Proiecțiile experților BCE	martie 2014	1,2	1,5	1,8	1,0	1,3	1,5
		[0,8 – 1,6]	[0,4 – 2,6]	[0,7-2,9]	[0,7-1,3]	[0,6 – 2,0]	[0,7 – 2,3]
Comisia Europeană	februarie 2014	1,2	1,8	-	1,0	1,3	-
OCDE	noiembrie 2013	1,0	1,6	-	1,2	1,2	-
Barometrul zonei euro	februarie 2014	1,1	1,5	1,5	1,0	1,3	1,8
Previziunile <i>Consensus Economics</i>	februarie 2014	1,0	1,4	1,5	1,0	1,4	1,8
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	februarie 2014	1,0	1,5	1,7	1,1	1,4	1,7
FMI	ianuarie 2014	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5

Sursa: Previziunile economice europene ale Comisiei Europene, iarna anului 2014; *IMF World Economic Outlook*, actualizarea din ianuarie 2014 (PIB); *IMF World Economic Outlook*, octombrie 2013; *OECD Economic Outlook*, noiembrie 2013; previziunile *Consensus Economics*; *MJEconomics* și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*).

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

© 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.