



# PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR BCE – SEPTEMBRIE 2015<sup>1</sup>

## 1. PERSPECTIVELE ZONEI EURO: PREZENTARE GENERALĂ ȘI CARACTERISTICI PRINCIPALE

*Potrivit proiecțiilor, redresarea activității economice în zona euro va continua, deși într-un ritm ușor sub așteptări, această evoluție fiind reflectată de unele revizuirii în sensul scăderii ale perspectivelor creșterii economice. Redresarea va fi susținută de dinamica internă favorabilă, în condițiile în care mediul extern a devenit mai puțin favorabil. Se anticipează că inflația se va menține foarte scăzută în anul 2015, fiind proiectată să crească pe parcursul orizontului de proiecție, până la nivelul de 1,7% în 2017. Majorarea ratelor anuale ale inflației este așteptată, în prezent, să se materializeze într-un ritm relativ mai lent decât s-a estimat în luna iunie. Prin urmare, proiecția privind inflația IAPC implică și revizuirii în sens descendent, în mare parte ca urmare a scăderii cotațiilor petrolului.*

*Proiecțiile se bazează pe ipotezele privind prețurile petrolului și cursurile de schimb pentru care data-limită a fost 12 august 2015. Evoluțiile înregistrate de prețurile petrolului și cursul de schimb al euro după data-limită indică riscuri în sensul scăderii la adresa proiecțiilor macroeconomice ale experților cu privire la creșterea PIB real și inflația IAPC.*

**Se anticipează că redresarea economică va continua, deși într-un ritm ușor sub așteptări.** Dinamica internă ar trebui să cunoască o consolidare progresivă, susținută de politica monetară a BCE, inclusiv de măsurile neconvenționale. La nivel mondial, perspectivele au devenit mai puțin favorabile, reflectând evoluțiile adverse din unele economii de piață emergente. Cu toate acestea, în ansamblu, se așteaptă încă o consolidare a creșterii economice la nivel mondial pe parcursul orizontului de proiecție, în principal pe seama evoluțiilor favorabile ale activității economice din economiile dezvoltate.

**Conform proiecțiilor, contribuția factorilor externi la activitatea economică în zona euro va fi mai modestă decât cea preconizată în proiecțiile din luna iunie 2015.** Deși creșterea anticipată în economiile dezvoltate se menține, în linii mari, nemodificată comparativ cu proiecțiile din luna iunie 2015, perspectivele activității economice și importurilor în principalele economii de piață emergente au fost revizuite substanțial în sens descendent. În consecință, cererea externă adresată zonei euro este proiectată să se intensifice într-un ritm semnificativ mai scăzut decât s-a estimat în proiecțiile din luna iunie 2015. Cu toate acestea, încă se așteaptă ca deprecierea anterioară a euro să exercite un impact favorabil asupra dinamicii exporturilor zonei euro.

**Impactul favorabil al măsurilor neconvenționale ale BCE continuă să se transmită la nivelul economiei.** Ratele dobânzilor la creditele bancare au scăzut în continuare în trimestrul II 2015 și se anticipează că se vor menține la niveluri minime istorice pe parcursul orizontului de proiecție. Se preconizează că cererea agregată și, în special, formarea de capital fix și exporturile vor beneficia de orientarea foarte acomodativă a politicii monetare.

<sup>1</sup> Proiecțiile macroeconomice ale experților BCE reprezintă o contribuție la evaluarea Consiliului guvernatorilor privind evoluțiile economice și riscurile la adresa stabilității prețurilor. Informații referitoare la procedurile și metodele utilizate sunt prezentate în documentul intitulat *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, BCE, iunie 2001, disponibil pe website-ul BCE. Data-limită pentru includerea ipotezelor tehnice, precum prețurile petrolului și cursurile de schimb, a fost 12 august 2015 (Caseta 2). Data-limită pentru includerea altor informații în cadrul acestui exercițiu a fost 21 august 2015. Exercițiul actual de proiecție macroeconomică se referă la perioada 2015-2017. Proiecțiile care acoperă un orizont atât de îndelungat sunt marcate de incertitudini foarte pronunțate, aspect care ar trebui avut în vedere la interpretarea proiecțiilor macroeconomice. A se vedea articolul intitulat „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” din Buletinul lunar al BCE – mai 2013.

### Procesul de ajustare a economiei, ca urmare a crizei, continuă, sprijinind creșterea economică.

După înregistrarea a mai mulți ani de consolidare fiscală până în 2013, se anticipează că orientarea politicii fiscale – măsurată ca variație a soldului primar ajustat ciclic, după excluderea asistenței din fonduri publice acordate sectorului financiar – va fi ușor expansionistă pe parcursul orizontului de proiecție. Condițiile de creditare s-au ameliorat în continuare, după cum demonstrează rezultatele celui mai recent sondaj privind creditul bancar în zona euro, care relevă o relaxare netă a standardelor și condițiilor de creditare. Gradul de îndatorare a societăților nefinanciare (măsurat ca pondere a datoriilor în fondurile proprii) a continuat să scadă în primele luni ale anului 2015 și a revenit la nivelurile din perioada anterioară crizei. Gospodăriile populației au înregistrat în continuare progrese în reducerea gradului de îndatorare, iar avuția netă a populației a continuat să sporească în ultimele trimestre. Totodată, prețurile locuințelor par să fi atins un nivel minim și au început să crească din nou, în medie, la nivelul majorității țărilor din zona euro. De asemenea, pe piața forței de muncă s-a consemnat o inversare de tendință, această piață sprijinind tot mai mult expansiunea consumului privat.

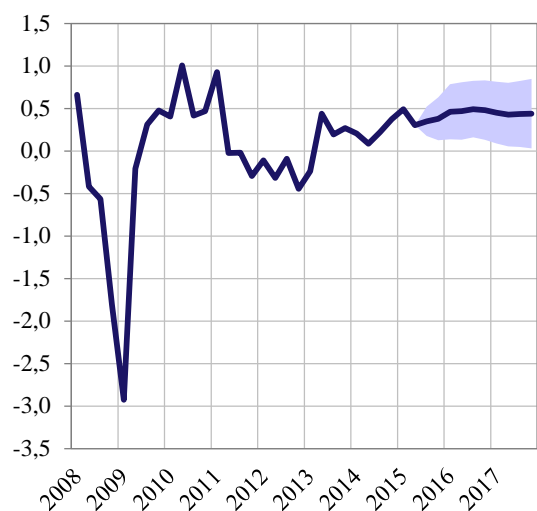
**Cu toate acestea, o serie de factori continuă să afecteze perspectivele creșterii economice.** Gradul de îndatorare a sectorului public și a celui privat se situează în continuare la niveluri foarte ridicate în unele țări. Șomajul structural se menține, de asemenea, ridicat, îndeosebi în mai multe țări aflate în dificultate din zona euro. Preocupările legate de potențialul de creștere pe termen lung și de progresele lente în implementarea reformelor structurale vor inhiba în continuare cheltuielile de investiții. De asemenea, evenimentele recente din Grecia implică o revizuire semnificativă în sens descendent a perspectivelor pentru această țară.

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

(date trimestriale)

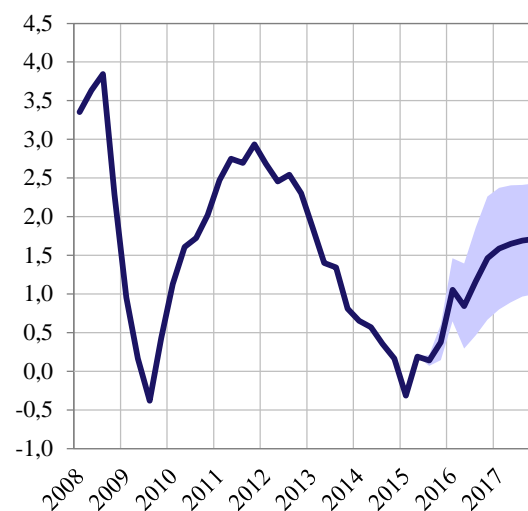
#### PIB real în zona euro<sup>2)</sup>

(variații procentuale trimestriale)



#### Inflația IAPC în zona euro

(variații procentuale anuale)



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

2) Date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

**Inflația IAPC s-a stabilizat, în linii mari, la niveluri scăzute pozitive în ultimele luni.** Inflația totală a fluctuat în jurul valorii de 0,2% în perioada care a precedat luna august 2015, după ce s-a redresat de la nivelul minim de -0,6% înregistrat în ianuarie 2015. Rata, în linii mari, neschimbată a inflației totale pe parcursul ultimelor luni maschează evoluțiile compensatoare la nivelul componentelor sale. Scăderea ratelor inflației la nivelul componentelor „produse energetice” și „alimente” reflectă diminuări ale prețurilor petrolului și materiilor prime alimentare, care, în cazul prețurilor petrolului, au fost parțial

atenuate de creșterea semnificativă consemnată de marjele de profit ale industriei de rafinare a petrolului pentru benzină. În schimb, inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente a înregistrat o ușoară creștere în ultimele luni, susținută de dinamica prețurilor produselor industriale non-energetice, în timp ce dinamica prețurilor serviciilor a fost relativ stabilă.

**Conform proiecțiilor, inflația IAPC se va menține la niveluri scăzute pe termen scurt, urmând să înregistreze o creștere către finele anului 2015.** Deși se anticipează că se va situa, în medie, la 0,1% în 2015, aceasta ar trebui să se intensifice la 1,1% în 2016 și la 1,7% în 2017. Se preconizează că efectele de bază în sensul creșterii, alături de majorarea anticipată a prețurilor petrolului în euro, vor conduce la o relaxare, începând cu trimestrul IV 2015, a contribuției în sensul scăderii din partea componentei „produse energetice” a inflației IAPC. Cu toate acestea, potrivit proiecțiilor, contribuțiile pozitive ale acestei componente la inflația IAPC totală vor înregistra o creștere numai din trimestrul IV 2016. Se anticipează că inflația IAPC exclusiv produse energetice se va consolida treptat pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând dinamizarea câștigurilor salariale și a marjelor de profit. Conform proiecțiilor, reducerea deficitului de cerere din economie și a ofertei excedentare de pe piața forței de muncă și condițiile mai restrictive de pe această piață, reflectate de scăderea ratei șomajului până la nivelul de 10,1% în anul 2017, vor conduce la o creștere a inflației în anii următori. De asemenea, intensificarea presiunilor din surse externe asupra prețurilor, având în vedere propagarea cu un anumit decalaj a fluctuațiilor cursului de schimb la nivelul prețurilor de consum și efectele în sensul creșterii ale scumpirii estimate a materiilor prime energetice și non-energetice, va contribui la reluarea creșterii inflației.

## 2. ECONOMIA REALĂ

**Conform proiecțiilor, redresarea activității economice în zona euro va continua, deși într-un ritm ușor sub așteptări.** După impulsul puternic exercitat, la sfârșitul anului 2014 și începutul anului 2015, de prețurile mai scăzute ale petrolului, în trimestrul II 2015 ritmul consemnat de activitatea economică în primele luni ale anului nu s-a menținut integral. Dinamica PIB real s-a redus la 0,3% în trimestrul II 2015, fiind așteptate ritmuri de creștere, în linii mari, similare în semestrul II 2015. Deși perspectivele modeste ale schimburilor comerciale frânează ritmul creșterii economice în zona euro, este probabil ca deprecierea anterioară a cursului de schimb efectiv al euro și ratele scăzute ale dobânzilor să susțină investițiile corporative, în timp ce evoluțiile favorabile de pe piața forței de muncă și prețurile mai mici ale produselor energetice vor sprijini consumul. Cu toate acestea, având în vedere perspectivele mai puțin favorabile ale creșterii în economiile de piață emergente și cererea externă mai redusă, redresarea ciclică va fi sub așteptări, iar deviația negativă a PIB de la nivelul potențial va fi relativ mai persistentă. Se anticipează că PIB real va înregistra o creștere medie anuală substanțială, de la 0,9% în anul 2014 la 1,4% în 2015, la 1,7% în 2016 și la 1,8% în 2017.

**Potrivit proiecțiilor, cheltuielile aferente consumului privat vor rămâne vectorul principal al redresării economice.** Perspectivele pe termen scurt ale dinamicii veniturilor disponibile reale rămân favorabile, fiind susținute de impactul noilor scăderi ale prețurilor produselor energetice asupra veniturilor reale. Ulterior, se așteaptă o dinamizare a veniturilor salariale, pe fondul unor ritmuri constante de creștere a ocupării forței de muncă și al accelerării remunerării nominale pe salariat, o majorare a altor venituri personale fiind, de asemenea, preconizată odată cu redresarea economiei în ansamblu. Costurile scăzute de finanțare și relaxarea condițiilor de finanțare, consolidată de măsurile neconvenționale ale BCE, ar trebui să susțină consumul privat, precum și, într-o anumită măsură, creșterea avuției nete a gospodăriilor populației – reflectând atât majorări ale prețurilor activelor financiare în anul 2015, cât și noi ameliorări așteptate pe piețele imobiliare în perioada 2016-2017. În ansamblu, ritmul anual de creștere a consumului privat este proiectat a se situa, în medie, la 1,7% pe parcursul orizontului de proiecție (după o majorare de 0,1% în 2014).

**Se anticipează că rata economisirii va prezenta o traiectorie boltită pe parcursul trimestrelor următoare, reflectând o relativă uniformizare a consumului în contextul evoluțiilor recente modeste ale prețurilor petrolului.** După o ușoară creștere a acestei rate pe parcursul anului 2015, în condițiile în care o parte din veniturile excepționale datorate prețurilor mai scăzute ale petrolului sunt economisite, se așteaptă o ușoară scădere a ratei economisirii pe parcursul anului 2016, pe fondul corecției acestui efect. Pe lângă acest efect temporar, rata economisirii este proiectată a se menține, în linii mari, nemodificată pe

parcursul orizontului de proiecție rămas, reflectând efecte compensatorii. Pe de o parte, randamentele foarte scăzute tind să descurajeze economisirile prin intermediul unui efect de substituție intertemporal. De asemenea, în mai multe țări, ameliorarea în continuare a încrederii consumatorilor, coroborată cu scăderea graduală a șomajului, ar putea conduce la diminuarea economisirilor în scop preventiv. În plus, populația ar putea opta tot mai mult pentru achiziții majore amânate anterior, reducând astfel rata economisirii. Pe de altă parte, se anticipează că nivelurile ridicate ale șomajului și datoriei vor menține o relativă presiune în sensul creșterii asupra economisirilor. Totodată, ratele foarte scăzute ale dobânzilor ar putea determina necesitatea unor economisiri suplimentare în scopul pensiilor în unele țări.

**Se așteaptă o redinamizare a investițiilor rezidențiale în zona euro, deși de la un nivel scăzut.** Conform proiecțiilor, după înregistrarea unei recesiuni severe timp de opt ani și după o scădere cumulată de peste 25%, investițiile rezidențiale se vor stabili în anul 2015. Privind în perspectivă, aceste investiții ar trebui să consemneze o accelerare pe parcursul orizontului de proiecție, fiind sprijinite de creșterea susținută a veniturilor disponibile reale, de ratele foarte scăzute ale dobânzilor la creditele ipotecare și de relaxarea condițiilor de finanțare, consolidată de măsurile neconvenționale ale BCE, ceea ce ar trebui să conducă la o dinamică mai alertă a împrumuturilor acordate populației. Este însă probabil ca nivelurile ridicate de îndatorare a populației din unele țări și factorii demografici nefavorabili din alte țări să împiedice o majorare mai puternică a investițiilor în obiective rezidențiale.

**Investițiile corporative se vor intensifica treptat, fiind sprijinite de măsurile neconvenționale ale BCE și de redresarea cíclică.** Există premisele unei redresări treptate. Conform proiecțiilor, trendurile cererii, necesitatea modernizării stocului de capital după mai mulți ani de investiții scăzute, orientarea foarte acomodativă a politicii monetare și consolidarea marjelor de profit vor sprijini cheltuielile de capital. De asemenea, presiunile generate de reducerea gradului de îndatorare a sectorului corporativ în zona euro ar trebui să reprezinte, pe ansamblu, într-o mai mică măsură o constrângere pentru investițiile corporative pe parcursul orizontului de proiecție față de perioada anterioară. Cu toate acestea, redresarea investițiilor corporative va fi încă inhibată de blocaje financiare reziduale și de gradul ridicat de îndatorare în unele țări, precum și de anticipațiile privind o creștere mai modestă a PIB potențial, comparativ cu perioada anterioară.

**Conform proiecțiilor, cererea externă adresată zonei euro se va consolida progresiv pe parcursul orizontului de proiecție, dar într-un ritm mai lent decât s-a estimat anterior, ca urmare a dinamicii semnificativ mai modeste a importurilor în economiile de piață emergente.** Ritmul cererii externe adresate zonei euro este proiectat să scadă mult sub nivelurile înregistrate în perioada anterioară crizei, reflectând atât activitatea globală mai scăzută, cât și elasticitatea mai redusă a schimburilor comerciale mondiale la creșterea economică, aceasta din urmă reflectând cu precădere revizuirea în sens descendent a așteptărilor cu privire la conținutul de importuri al creșterii în economiile de piață emergente (Casetă 1).

**Dinamica exporturilor din afara zonei euro ar trebui, totuși, să se redreseze moderat pe parcursul orizontului de proiecție, beneficiind și de deprecierea anterioară a euro.** Conform proiecțiilor, cotele de piață ale exporturilor din afara zonei euro vor crește. Se anticipează că dinamica importurilor din afara zonei euro se va intensifica treptat pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând consolidarea cererii totale în zona euro. Excedentul de cont curent este proiectat să se majoreze de la 2,1% din PIB în anul 2014 la 3,0% în 2015, pe seama evoluției raportului de schimb, după care se va reduce la 2,7% în anul 2017.

**Se așteaptă ca deviația PIB de la nivelul potențial să se reducă, în principal pe fondul unei creșteri modeste a PIB potențial.** Creșterea PIB potențial este estimată să se situeze la aproximativ 1% pe parcursul orizontului de proiecție, menținându-se mult sub nivelul înregistrat în perioada anterioară crizei. Pe fondul unei dinamici proiectate a PIB real peste nivelul potențial, deviația negativă a PIB ar trebui să se reducă treptat pe parcursul orizontului de proiecție.

## CONTEXTUL INTERNAȚIONAL

**Creșterea economică globală se menține graduală și neuniformă.** Aceasta a fost moderată în trimestrul I 2015, iar cei mai recentți indicatori și cele mai recente date sugerează și pe termen scurt o activitate economică scăzută la nivel mondial. Privind în perspectivă, se anticipează o consolidare a creșterii globale. Prețurile scăzute ale petrolului, condițiile de finanțare în continuare acomodative la nivel mondial, dispararea efectelor consolidării fiscale, ameliorarea condițiilor pe piața forței de muncă și sporirea încrederii ar trebui să susțină redinamizarea creșterii economice în economiile dezvoltate. În schimb, perspectivele s-au deteriorat considerabil în economiile de piață emergente, pe fondul materializării unor riscuri în sensul scăderii identificate în proiecțiile anterioare. Impedimentele de ordin structural și dezechilibrele macroeconomice limitează creșterea economică în unele economii de piață emergente, alte economii fiind afectate de prețurile mai scăzute ale materiilor prime, de incertitudinile politice și de înăsprirea condițiilor externe de finanțare. După nivelurile modeste consemnate la începutul anului, dinamica PIB mondial (exceptând zona euro) este proiectată să se accelereze de la 3,2% în anul 2015 la 4% în 2017.

**Dinamica schimburilor comerciale la nivel mondial a consemnat o pierdere semnificativă de ritm în semestrul I 2015 și se anticipează numai o consolidare treptată a acesteia pe parcursul orizontului de proiecție.** Scăderile considerabile ale importurilor în mai multe economii de piață emergente de mari dimensiuni au frânat importurile la nivel mondial, deși schimburile comerciale aferente economiilor dezvoltate au prezentat un grad mai mare de rezistență. Ca urmare a manifestării persistente a unor evoluții neprevăzute în sensul scăderii la nivelul schimburilor comerciale internaționale în ultimii patru ani și pe fondul anticipațiilor privind persistența unor perspective modeste ale importurilor economiilor de piață emergente, nu se mai proiectează o revigorare puternică a comerțului mondial; sondajele și modelele pe termen scurt indică o redresare foarte modestă până la sfârșitul anului. Ulterior, se preconizează o intensificare a importurilor internaționale, în concordanță cu creșterea economică mondială. Cererea externă adresată zonei euro este preconizată să se accelereze de la 1,5% în anul 2015 la 4,1% până în anul 2017.

**Comparativ cu proiecțiile experților publicate în luna iunie, activitatea economică la nivel mondial a fost revizuită în sens descendent în cadrul întregului orizont de proiecție, reflectând perspectivele mai modeste pentru economiile de piață emergente.** Cererea externă adresată zonei euro a fost, de asemenea, revizuită semnificativ în sens descendent, reflectând opinia potrivit căreia evoluția modestă a activității economice în economiile de piață emergente va afecta importurile într-o măsură mai semnificativă decât s-a estimat anterior.

### Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

	Septembrie 2015				Iunie 2015			Revizuirii față de luna iunie 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real mondial (exceptând zona euro)	3,7	3,2	3,8	4,0	3,4	4,1	4,1	-0,2	-0,3	-0,1
Schimburile comerciale mondiale (exceptând zona euro) <sup>1)</sup>	3,2	1,4	3,3	4,1	2,0	4,8	5,2	-0,6	-1,5	-1,1
Cererea externă adresată zonei euro <sup>2)</sup>	3,3	1,5	3,3	4,1	2,2	4,6	5,0	-0,7	-1,2	-0,9

Notă: Revizuirile sunt calculate pe baza cifrelor nerotunjite.

1) Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

**Se anticipează ameliorarea în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă din zona euro pe parcursul orizontului de proiecție.** În semestrul I 2015, gradul de ocupare a forței de muncă s-a situat cu 1,9 milioane peste nivelul minim înregistrat la jumătatea anului 2013, menținându-se însă cu 3,9 milioane sub nivelul înregistrat în perioada anterioară crizei. Conform proiecțiilor, populația ocupată va înregistra

în continuare o redresare semnificativă pe parcursul orizontului de proiecție, datorată în principal revigorării activității economice și, în unele țări, susținută și de stimulentele fiscale, de temperarea majorărilor salariale și de reformele anterioare pe piața forței de muncă. De asemenea, numărul de ore lucrate pe persoană ocupată va crește ușor în cadrul orizontului de proiecție, dar se va menține încă mult sub nivelurile înregistrate în perioada anterioară crizei. Se anticipează că forța de muncă va înregistra numai o creștere moderată, fiind inhibată de efectele de descurajare generate, în unele țări, de nivelul încă ridicat al șomajului și, în altele, de evoluțiile demografice nefavorabile. Rata șomajului, care s-a redus la 11,1% în trimestrul II 2015, este așteptată să scadă la 10,1% în anul 2017.

## Caseta 2

### IPOTEZE TEHNICE PRIVIND RATELE DOBÂNZILOR, CURSURILE DE SCHIMB ȘI PREȚURILE MATERIILOR PRIME

**Comparativ cu proiecțiile publicate în luna iunie, modificările ipotezelor tehnice includ prețuri în dolari SUA ale petrolului și ale materiilor prime non-energetice semnificativ mai reduse și rate ale dobânzilor ușor mai scăzute în zona euro.**

**Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței, data-limită fiind 12 august 2015.** Ratele dobânzilor pe termen scurt se referă la EURIBOR la trei luni, anticipațiile pieței fiind derivate din ratele dobânzilor *futures*. Conform acestei metodologii, ratele dobânzilor pe termen scurt se vor situa, în medie, la 0,0% în anii 2015 și 2016 și la 0,1% în anul 2017. Anticipațiile pieței cu privire la randamentele nominale ale obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani din zona euro indică un nivel mediu de 1,3% în anul 2015, de 1,6% în 2016 și de 1,8% în 2017.<sup>1</sup> În concordanță cu traiectoria ratelor dobânzilor pe piața contractelor *forward* și cu transmiterea treptată a modificărilor ratelor dobânzilor de pe piața interbancară la nivelul ratelor dobânzilor active, se preconizează că ratele dobânzilor agregate la creditele bancare acordate sectorului privat nefinanciar din zona euro vor consemna o ușoară scădere în anul 2015 și, ulterior, o creștere modestă pe parcursul anilor 2016 și 2017. Referitor la prețurile materiilor prime, în funcție de traiectoria indusă de piețele *futures* în perioada de două săptămâni încheiată la data-limită de 12 august, se anticipează că prețul țițeiului Brent va scădea de la 98,9 USD/baril în anul 2014 la 55,3 USD/baril în anul 2015, urmând să crească la 56,1 USD/baril în 2016 și la 60,9 USD/baril în 2017. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor reduce semnificativ în anii 2015 și 2016 și vor înregistra o ușoară creștere în anul 2017.<sup>2</sup> În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se preconizează că acestea vor rămâne nemodificate pe parcursul orizontului de proiecție, la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni încheiată la data-limită de 12 august. Această ipoteză presupune un curs de schimb de 1,10 USD/EUR în cadrul orizontului de proiecție.

## Ipozeze tehnice

	Septembrie 2015				Iunie 2015			Revizuirii față de luna iunie 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	2,0	1,3	1,6	1,8	1,3	1,7	1,9	0,0	-0,1	-0,1
Prețul petrolului (în USD/baril)	98,9	55,3	56,1	60,9	63,8	71,0	73,1	-13,3	-21,0	-16,7
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	-8,6	-19,7	-4,6	4,4	-13,6	2,9	4,9	-6,1	-7,5	-0,5
Cursul de schimb USD/EUR	1,33	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	-0,9	-1,9	-1,9
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE19) (variații procentuale anuale)	0,6	-9,8	-0,2	0,0	-9,5	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0

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

- 1) Ipoteza privind randamentele nominale ale obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani din zona euro se bazează pe media ponderată cu PIB anual a randamentelor medii ale obligațiunilor de referință cu scadența la 10 ani ale țărilor din zona euro, extinsă utilizând traiectoria *forward*, derivată din randamentul la par al tuturor obligațiunilor pe 10 ani din zona euro estimat de BCE, discrepanța inițială dintre cele două serii menținându-se constantă pe parcursul orizontului de proiecție. Se presupune că *spread*-urile dintre randamentele obligațiunilor de stat specifice fiecărei țări și media corespunzătoare a zonei euro vor rămâne constante în cadrul orizontului de proiecție.
- 2) Ipotezele privind prețurile petrolului și ale materiilor prime alimentare se bazează pe cotațiile *futures* până la sfârșitul orizontului de proiecție. În cazul altor materii prime non-energetice, se presupune că prețurile vor urma tendința cotațiilor *futures* până în trimestrul II 2016, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială.

**Perspectivile creșterii economice au fost revizuite în sens descendent comparativ cu exercițiul de proiecție anterior.** Această revizuire reflectă îndeosebi traiectoria mai puțin favorabilă a cererii externe – datorată în principal creșterii mai modeste de pe piețele emergente –, care a condus la exporturi mai scăzute și, în anii 2016 și 2017, la o dinamică mai redusă a investițiilor. Un alt factor este criza recentă din Grecia, care a determinat revizuirii în sens descendent ale perspectivelor creșterii economice pentru această țară pe parcursul orizontului de proiecție.

### 3. PREȚURI ȘI COSTURI

**Conform proiecțiilor, rata inflației IAPC se va situa, în medie, la 0,1% în anul 2015, urmând a se intensifica la 1,1% în 2016 și la 1,7% în 2017.** Se estimează că rata inflației IAPC se va menține scăzută în lunile următoare, dar se va majora către sfârșitul anului 2015 și începutul anului 2016, reflectând în mare parte efectele de bază în sensul creșterii aferente componentei „produse energetice”, precum și creșterea estimată a prețurilor petrolului. Această evoluție va spori considerabil contribuția dinamicii prețurilor produselor energetice la IAPC, conducând, de asemenea, la manifestarea progresivă a unor presiuni în sensul creșterii asupra prețurilor din cadrul coșului IAPC exclusiv produse energetice. Pe ansamblu, creșterea estimată a inflației IAPC pe parcursul orizontului de proiecție reflectă o majorare a prețurilor interne, pe fondul reducerii deficitului de cerere din economie și a ofertei excedentare de pe piața forței de muncă și al diminuării treptate a deviației PIB de la nivelul potențial, precum și al intensificării presiunilor din surse externe asupra prețurilor, generată de propagarea cu un anumit decalaj a deprecierei anterioare a euro la nivelul prețurilor de consum și de creșterile estimate ale prețurilor materiilor prime energetice și non-energetice.

**Se consideră că efectele de bază în sensul creșterii asociate prețurilor produselor energetice și deprecierea anterioară a euro vor contribui la majorarea ratelor anuale ale inflației începând cu ultimele luni ale anului 2015.** O inversare a presiunilor în sensul scăderii din surse externe asupra prețurilor constituie un factor-cheie care sprijină reluarea anticipată a creșterii inflației IAPC. Scăderile anterioare înregistrate de prețurile materiilor prime energetice și non-energetice, precum și efectele întârziate ale aprecierii anterioare a euro justifică, în mare parte, nivelurile actuale foarte scăzute ale inflației. Declinul pronunțat recent consemnat din nou de prețurile petrolului va exercita presiuni suplimentare în sensul scăderii asupra inflației, îndeosebi pe termen scurt. Ulterior, efectele de bază în sensul creșterii și majorările estimate ale prețurilor materiilor prime energetice și non-energetice vor contribui, la fel ca și efectele deprecierei anterioare a euro, la majorarea prețurilor de consum pe parcursul orizontului de proiecție.

**Se preconizează o intensificare a presiunilor din surse interne asupra prețurilor pe parcursul orizontului de proiecție, ca urmare a ameliorării condițiilor pe piața forței de muncă și a reducerii deficitului de cerere din economie.** Pe fondul redresării în continuare a economiei și al consolidării cererii, scăderea ratelor șomajului și consolidarea poziției companiilor în procesul de stabilire a prețurilor se vor reflecta, conform estimărilor, în dinamizarea câștigurilor salariale și a marjelor de profit.

**Se anticipează că o serie de factori vor limita dinamizarea câștigurilor salariale pe parcursul redresării economice.** Printre aceștia se numără nivelul scăzut al inflației, oferta încă excedentară pe piața forței de muncă în următorii doi ani și un efect probabil inhibitor asupra creșterii câștigurilor salariale pe perioada redresării actuale, generat de reformele structurale de pe piața forței de muncă, care au fost implementate în perioada crizei în scopul sporirii gradului de flexibilitate a acestei piețe. De asemenea, procesele actuale de ajustare a competitivității prin costuri din unele țări ale zonei euro vor continua, conform proiecțiilor, să exercite un efect inhibitor asupra dinamicii câștigurilor salariale în zona euro.

**Creșterea moderată a câștigurilor salariale și o consolidare ciclică a productivității vor influența tiparul de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe parcursul orizontului de proiecție.** În anul 2017, creșterea costurilor unitare cu forța de muncă se va menține, conform estimărilor, la un nivel similar (1,1%) celui înregistrat în anul 2014 (1,2%). Accelerarea ciclică proiectată a productivității, care se produce mai devreme decât cea a câștigurilor salariale, implică o încetinire temporară a ritmului de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă în anii 2015 și 2016.

**Redresarea economică proiectată permite consolidarea marjelor de profit până în 2017.** După înregistrarea unei perioade prelungite cu evoluții nefavorabile în ultimii ani, se anticipează că marjele de profit vor crește pe parcursul orizontului de proiecție. Conform proiecțiilor, consolidarea poziției companiilor în procesul de stabilire a prețurilor, având în vedere intensificarea cererii și câștigurile din venituri excepționale asociate scăderii puternice anterioare a prețurilor petrolului, va favoriza marjele de profit pe parcursul orizontului de proiecție. Totuși, se estimează că nivelul sporit al concurenței, pe fondul reformelor structurale de pe piața forței de muncă, implementate atât în perioada crizei, cât și ulterior, va exercita un efect inhibitor asupra perspectivei privind marjele de profit.

**Comparativ cu proiecțiile din luna iunie, perspectivele inflației IAPC au fost revizuite în sens descendent, reflectând îndeosebi scăderea prețurilor petrolului.** Inflația totală a fost revizuită în sens descendent pentru anii 2015 și 2016, în principal pe seama evoluțiilor mai modeste ale dinamicii produselor energetice incluse în IAPC, date fiind efectele în sensul scăderii exercitate de traiectoria estimată mai scăzută a prețurilor petrolului în dolari SUA, care sunt numai parțial atenuate de un curs de schimb USD/EUR relativ mai redus. Pentru anul 2017, revizuirea în sens descendent a inflației IAPC reflectă perspectivele ceva mai modeste ale creșterii PIB și unele efecte indirecte întârziate exercitate de prețurile mai scăzute ale petrolului asupra inflației de bază.



#### 4. PERSPECTIVELE FISCALE

**Conform proiecțiilor, orientarea politicii fiscale, măsurată ca variație a soldului primar ajustat ciclic, va avea o contribuție pozitivă marginală la cerere în cadrul orizontului de proiecție.** Deși se estimează că măsurile discreționare de politică fiscală sunt, în linii mari, neutre, o ușoară contribuție în direcția relaxării fiscale va fi adusă de o serie de factori nediscreționari, respectiv o ușoară reducere a ponderii principalelor baze macroeconomice de impozitare în PIB în anul 2015 (efect de structură a PIB) și o ușoară scădere a veniturilor neimpozabile în 2016.<sup>2</sup>

**Se prognozează scăderea ponderii deficitului bugetar și datoriei publice în PIB.** Scăderea ponderii deficitului bugetului general consolidat în PIB se datorează integral ameliorării ciclice a economiei zonei euro și scăderii cheltuielilor cu dobânzile, preconizându-se în același timp că soldul bugetar primar structural se va deteriora ușor pe parcursul orizontului de proiecție. Se estimează că ponderea datoriei publice în PIB va începe să scadă din anul 2015.

**Comparativ cu proiecțiile publicate în luna iunie, perspectivele fiscale au consemnat o relativă deteriorare.** Revizuirea marginală în sens descendent a soldului bugetar al administrațiilor publice se datorează, pe de o parte, măsurilor de consolidare reduse și, pe de altă parte, unei evoluții relativ mai puțin favorabile a unora dintre bazele macroeconomice de impozitare. Revizuirea mai pronunțată în sens ascendent a ponderii datoriei publice este asociată unei revizuirii în sens descendent a ritmului de creștere a PIB nominal.

---

<sup>2</sup> Ipotezele privind politica fiscală reflectă informațiile incluse în legile bugetului și bugetele suplimentare pentru anul 2015, precum și în proiectele naționale de buget pe termen mediu și programele de stabilitate actualizate care erau disponibile la data de 21 august 2015. Acestea includ toate măsurile deja aprobate de parlamentele naționale sau care au fost definite suficient de detaliat de către autoritățile guvernamentale și au o probabilitate ridicată de a fi adoptate în cadrul procesului legislativ.

**Tabelul 1 Proiecții macroeconomice pentru zona euro<sup>1)</sup>**

(variații procentuale anuale)

	Septembrie 2015				Iunie 2015			Revizuirii față de luna iunie 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real <sup>3)</sup>	0,9	1,4 [1,3 - 1,5] <sup>4)</sup>	1,7 [0,8 - 2,6] <sup>4)</sup>	1,8 [0,6 - 3,0] <sup>4)</sup>	1,5 [1,2 - 1,8] <sup>4)</sup>	1,9 [0,8 - 3,0] <sup>4)</sup>	2,0 [0,7 - 3,3] <sup>4)</sup>	-0,1	-0,2	-0,1
Consumul privat	1,0	1,7	1,7	1,7	1,9	1,6	1,6	-0,1	0,0	0,0
Consumul administrațiilor publice	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0	0,1	-0,1
Formarea brută de capital fix	1,3	2,1	3,4	3,9	1,9	3,5	3,9	0,2	-0,1	0,0
Exporturi <sup>5)</sup>	3,8	4,5	4,9	5,2	4,2	5,4	5,6	0,3	-0,5	-0,5
Importuri <sup>5)</sup>	4,2	4,7	5,4	5,7	4,8	5,8	5,9	-0,1	-0,3	-0,2
Ocuparea forței de muncă	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	-0,1	-0,2	-0,1
Rata șomajului (% din forța de muncă)	11,6	11,0	10,6	10,1	11,1	10,6	10,0	-0,1	0,1	0,2
IAPC	0,4	0,1 [0,0 - 0,2] <sup>4)</sup>	1,1 [0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	1,7 [0,9 - 2,5] <sup>4)</sup>	0,3 [0,2 - 0,4] <sup>4)</sup>	1,5 [0,9 - 2,1] <sup>4)</sup>	1,8 [1,0 - 2,6] <sup>4)</sup>	-0,2	-0,3	-0,1
IAPC exclusiv produse energetice	0,7	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,2
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	0,8	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte <sup>6)</sup>	0,7	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
Costul unitar cu forța de muncă	1,2	1,0	0,6	1,1	0,8	0,7	1,3	0,2	-0,1	-0,2
Remunerarea pe salariat	1,5	1,6	1,6	2,1	1,4	1,7	2,3	0,2	-0,1	-0,2
Productivitatea muncii	0,3	0,7	1,0	1,0	0,6	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Soldul bugetar al administrațiilor publice (% din PIB)	-2,4	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-1,8	-1,5	-0,1	-0,1	-0,3
Soldul bugetar structural (% din PIB) <sup>7)</sup>	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,4	-0,1	-0,2	-0,3
Datoria publică brută (% din PIB)	91,7	91,6	90,7	89,4	91,5	90,2	88,4	0,1	0,5	1,0
Soldul contului curent (% din PIB)	2,1	3,0	2,9	2,7	2,1	2,0	2,0	0,9	0,9	0,7

1) Datele, cu excepția celor referitoare la IAPC în anul 2014, se referă la zona euro, inclusiv Lituania. Variațiile procentuale anuale medii pentru IAPC în anul 2015 se bazează pe configurația zonei euro din anul 2014 care include deja Lituania.

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 de calcul al 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 impozitelor indirecte. Acesta poate să difere de datele Eurostat, care presupun transmiterea integrală și imediată a efectelor impozitelor la nivelul IAPC.

7) Calculat ca soldul bugetar excluzând efectele tranzitorii ale ciclului economic și măsurile temporare adoptate de autoritățile guvernamentale (pentru abordarea SEBC, a se vedea *Working Paper Series*, nr. 77, BCE, septembrie 2001 și *Working Paper Series*, nr. 579, BCE, ianuarie 2007). Proiecția soldului structural nu este derivată dintr-o măsură agregată a deviației PIB de la nivelul potențial. Potrivit metodologiei SEBC, componentele ciclice se calculează separat pentru diferitele elemente de venituri și cheltuieli. Pentru mai multe detalii, a se vedea casetele intitulate „Cyclical adjustment of the government budget balance” (Buletinul lunar al BCE – martie 2012) și „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” (Buletinul lunar al BCE – septembrie 2014).

## ANALIZE ALE SENZITIVITĂȚII

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

### 1) O traiectorie alternativă a prețurilor petrolului

**Potrivit modelelor alternative de evoluție a prețurilor petrolului, acestea vor fi relativ mai ridicate în anul 2017 decât sugerează cotațiile futures.** Ipotezele tehnice privind evoluțiile prețurilor petrolului care fundamentează proiecțiile de bază, construite pornind de la cotațiile futures, preconizează o majorare a prețurilor petrolului în cadrul orizontului de proiecție (Caseta 2). Modelele alternative utilizate de experții BCE<sup>1</sup> pentru a proiecta prețurile petrolului pe parcursul orizontului de proiecție sugerează, în prezent, un preț mai ridicat al petrolului în cadrul orizontului de proiecție decât se estimase în ipotezele tehnice. Această evoluție ar fi în concordanță cu o redresare mai puternică a cererii mondiale de petrol pe termen mediu și cu o ușoară scădere a ofertei de petrol pe seama unor investiții mai reduse în sectorul petrolier și, implicit, a unei diminuări a capacității de exploatare a petrolului în unele țări, ca reacție la ieftinirea recentă a acestuia. Impactul acestei traiectorii alternative, în care prețurile petrolului ar fi cu 8,1% superioare celor din proiecția de bază până în anul 2017, ar reduce ușor ritmul de creștere al PIB real (cu 0,1 puncte procentuale în 2017), determinând în același timp o creștere relativ mai rapidă a inflației IAPC în anii 2016 și 2017 (cu circa 0,1-0,2 puncte procentuale în 2016 și 2017).

Spre deosebire de scenariul tehnic menționat mai sus, care implică prețuri ale petrolului superioare celor din proiecția de bază, prețurile petrolului au scăzut de la data-limită pentru ipotezele tehnice, parțial ca urmare a turbulențelor financiare înregistrate foarte recent în unele economii de piață emergente. La actualizarea ipotezelor privind prețurile petrolului pe baza informațiilor disponibile până la 1 septembrie 2015,<sup>2</sup> traiectoria estimată a prețurilor petrolului este, în medie, cu aproximativ 6% mai scăzută pe parcursul orizontului de proiecție decât cea inclusă în proiecții. Această evoluție ar indica riscuri marginale în sensul creșterii la adresa proiecției privind creșterea economică și riscuri în sensul scăderii la adresa proiecției privind inflația.

### 2) O traiectorie alternativă a cursului de schimb

**Tensiunile foarte recente de pe piețele financiare au implicat o nouă consolidare a cursului de schimb efectiv al euro.** Pentru a ilustra riscurile conexe la adresa proiecției, prezenta analiză a sensibilității include o traiectorie alternativă a euro față de proiecția de bază, sugerând o nouă apreciere a acestei monede. Aceasta a fost derivată din cea de-a 75-a percentilă a distribuției care are la bază densitățile implicite calculate în mediu neutru la risc folosind opțiuni cu suport USD/EUR, curs valabil în data de 12 august 2015. Această traiectorie implică o apreciere treptată a euro față de dolarul SUA la un curs de schimb de 1,21 în anul 2017, cu 10,6% peste nivelul proiecției de bază pentru anul respectiv. Ipotezele corespunzătoare privind cursul de schimb nominal efectiv al euro derivă din periodicități istorice, potrivit cărora modificările la nivelul cursului de schimb USD/EUR reflectă variații ale cursului de schimb efectiv cu o elasticitate de aproximativ 52%, determinând o divergență graduală în sens ascendent a cursului de schimb efectiv al euro față de proiecția de bază, până la un nivel superior acesteia cu 5,3% în anul 2017. În acest scenariu, rezultatele unei serii de modele macroeconomice elaborate de experți indică o creștere mai redusă a PIB real (cu 0,2-0,4 puncte procentuale) și o rată mai scăzută a inflației IAPC (cu 0,1-0,5 puncte procentuale) în anii 2016 și 2017.

1 A se vedea combinația de patru modele prezentată în articolul intitulat „Forecasting the price of oil”, *Economic Bulletin*, ediția a 4-a, BCE, 2015.

2 Această actualizare se bazează pe traiectoria indusă de piețele futures ale petrolului în perioada de două săptămâni încheiată la 1 septembrie.

## IMPACTUL SPORIRII INCERTITUDINILOR LA NIVEL MONDIAL ASUPRA ACTIVITĂȚII ECONOMICE ÎN ZONA EURO

**După cum au demonstrat în mod evident tensiunile foarte recente de pe piețele financiare, perspectivele globale rămân vulnerabile la o serie de incertitudini.** În special, după cum au arătat evenimentele recente, îngrijorările tot mai accentuate privind perspectivele creșterii în China și în alte economii de piață emergente pot conduce foarte rapid la evoluții abrupte pe piețele financiare, care ar putea afecta perspectivele zonei euro. Această casetă ilustrează, în cadrul unui scenariu alternativ, impactul potențial al anumitor șocuri la nivel mondial asupra perspectivelor creșterii economice în zona euro.

**Una dintre sursele de incertitudini la nivel mondial se referă la amploarea încetinerii creșterii economice în China.** Deși proiecția de bază include deja o încetinire a creșterii economice în China, continuarea corecției dezechilibrelor legate de acumularea de datorii de către China ar putea conduce la tensiuni financiare sporite și la un declin economic mai abrupt. Într-un astfel de scenariu, capacitatea și disponibilitatea băncilor chineze de a credita economia ar putea fi grav afectate, pe fondul unei deteriorări rapide a calității activelor lor. Un posibil catalizator al unei astfel de restrângeri peste așteptări a creditării bancare l-ar putea constitui evoluțiile nefavorabile de pe piața imobiliară (ca urmare a expunerii considerabile a băncilor la dezvoltatori imobiliari cu un grad ridicat de îndatorare). Totodată, prețurile acțiunilor în China ar putea scădea în continuare, pe fondul reevaluării de către investitorii interni a primelor de risc asociate plasamentelor în acțiuni. Deteriorarea calității activelor și primele de risc mai ridicate ar exercita presiuni în sensul creșterii asupra randamentelor obligațiunilor guvernamentale, în măsura în care guvernul ar fi forțat să ofere sprijin pe scară largă sectorului bancar. Prin urmare, investițiile și – într-o mai mică măsură – consumul ar crește într-un ritm mult mai lent decât s-a preconizat în proiecția de bază actuală. Întrucât o încetinire a ritmului de creștere ar conduce la o accentuare semnificativă a șomajului, se poate estima o intervenție puternică din partea autorităților chineze, prin măsuri de stimulare monetară și fiscală, precum și printr-o posibilă nouă depreciere a renminbi, în vederea prevenirii unei contracții economice și mai pronunțate. Pe ansamblu, în acest scenariu se pornește de la ipoteza că, pentru anii 2016 și 2017, creșterea economică în China este cu un punct procentual inferioară proiecției de bază.

**O a doua sursă de incertitudini la nivel mondial vizează traiectoria normalizării politicii monetare a SUA.** Anticipațiile pieței privind ratele dobânzilor pe termen scurt în SUA, care sunt utilizate ca ipoteză tehnică pentru fundamentarea proiecțiilor, indică în prezent numai o creștere foarte graduală a ratelor dobânzilor pe termen scurt, care vor ajunge abia la 1,6% la sfârșitul anului 2017. Totuși, dacă urmează proiecția mediană privind rata dobânzii a Comitetului federal pentru operațiuni de piață al SUA (*Federal Open Market Committee – FOMC*), ratele din SUA vor crește mai rapid decât estimează piețele. În plus, în pofida normalizării anticipate a politicii monetare a SUA, prima de termen se menține apropiată de niveluri minime istorice în această țară. În cazul sporirii incertitudinilor la nivel mondial, care ar alimenta incertitudinile asociate perspectivelor politicii monetare a SUA, există riscul unei ajustări abrupte în sens ascendent a primei de termen în SUA. Pentru a reflecta această ultimă ipoteză, în prezentul scenariu s-a estimat o creștere cu 130 de puncte de bază a primei de termen în SUA, care ar conduce la rate ale dobânzilor pe termen lung mai ridicate în această țară. Totodată, acestea din urmă ar antrena și o creștere a ratelor dobânzilor pe termen lung din alte economii dezvoltate principale.

**Este probabil ca dinamica economică a altor economii de piață emergente să fie afectată de aceste șocuri.** Rusia traversează o recesiune profundă și se estimează că veniturile petroliere mai scăzute vor conduce la reduceri semnificative ale cheltuielilor publice. În Brazilia, perspectiva economică s-a deteriorat semnificativ pe fondul creșterii inflației. O încetinire mai abruptă în China ar putea implica riscuri semnificative în sensul scăderii la adresa perspectivei economice, îndeosebi pentru exportatorii de materii prime. Datele recente indică o nouă încetinire a fluxurilor de capital destinate economiilor de piață emergente, similar evoluțiilor înregistrate la mijlocul anului 2013 ca reacție la anunțul Rezervelor Federale ale SUA privind retragerea progresivă a măsurilor de relaxare cantitativă (episod cunoscut sub

denumirea de „taper tantrum”). Astfel de inversări ale fluxurilor de capital destinate economiilor de piață emergente semnaleză incertitudini sporite la nivel mondial și pierderea încrederii investitorilor în perspectivele de creștere ale economiilor de piață emergente. În acest context, noi evoluții neprevăzute în sensul scăderii asociate perspectivei de creștere ale Chinei și/sau o creștere neașteptată a ratelor dobânzilor pe termen lung în SUA ar putea să amplifice ieșirile de capital din economiile de piață emergente, să înăsprescă condițiile financiare și, implicit, să reducă ritmul de creștere în aceste țări. În acest scenariu, impactul sporirii incertitudinilor macroeconomice la nivel mondial asupra activității piețelor emergente este surprins printr-un șoc de două deviații standard aplicat volatilității implicite extrase din prețurile opțiunilor având ca activ-suport indicele S&P 500 (VIX), care afectează cererea internă în aceste economii.

**Sporirea incertitudinilor la nivel mondial ar putea afecta economia zonei euro prin intermediul legăturilor comerciale și al celor financiare.** Sporirea incertitudinilor la nivel mondial ar reduce cererea în Statele Unite (prin intermediul nivelului mai ridicat al ratelor dobânzilor pe termen lung din această țară), precum și în alte economii dezvoltate principale și economii de piață emergente. Această evoluție ar afecta creșterea la nivel mondial și în zona euro prin intermediul schimburilor comerciale, pe seama cererii externe mai scăzute adresate zonei euro. Totodată, s-ar crea efecte negative de contagiune financiară la nivelul ratelor dobânzilor pe termen lung pe plan mondial și în zona euro, care ar determina o majorare a costului finanțării pentru firme, gospodăriile ale populației și administrații publice. În ceea ce privește cursul de schimb efectiv al euro, creșterea ratelor dobânzilor în Statele Unite ar putea conduce la o apreciere a dolarului SUA față de euro. În același timp, volatilitatea piețelor financiare din economiile emergente ar putea induce o apreciere a euro în raport cu monedele economiilor emergente.

**Se estimează că incertitudinile mai ridicate la nivel mondial, care înglobează toate cele trei surse descrise mai sus, vor avea ca rezultat diminuarea creșterii în zona euro cu 0,1 până la 0,2 puncte procentuale sub nivelul din proiecția de bază pentru anul 2016.** Creșterea mai scăzută a PIB real în zona euro este generată, în parte, de scăderea cererii externe adresate zonei euro, care reflectă evoluții mai modeste ale activității economice în Statele Unite și în alte economii dezvoltate, precum și în China și pe alte piețe emergente. Mai mult, și efectele negative de contagiune financiară (care se reflectă în rate mai ridicate ale dobânzilor pe termen lung în zona euro) afectează perspectivele de creștere ale zonei euro.

**Deși impactul asupra zonei euro este modest în prezentul scenariu, rămân valabile câteva limitări.** De exemplu, nu se iau în considerare canalele încrederii la nivelul companiilor sau al populației. În plus, prețuri altor active, inclusiv cele de pe piețele bursiere, pot face obiectul unor efecte de propagare și al unor corecții în sens descendent mai puternice decât cele surprinse endogen în modele. De asemenea, modelele utilizate sunt liniare, în timp ce corecțiile nefavorabile semnificative de pe piețele financiare pot determina covariații neliniare între variabile, ceea ce ar putea determina un impact mai pronunțat. În cele din urmă, simulările nu iau în considerare integral efectele cursului de schimb sau influențele nefavorabile asupra prețurilor materiilor prime. Totodată, șocurile nefavorabile asupra economiei zonei euro ar putea fi atenuate dacă în economiile de piață emergente ar fi luate măsuri compensatorii sau dacă înăsprirea politicii monetare a SUA ar fi amânată, pe seama efectelor negative de propagare generate de fragilitatea sporită a economiilor de piață emergente.

## Caseta 5

### 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 cotațiile petrolului și ale altor materii prime. În cele din urmă, există diferențe între prognoze în ceea ce privește metodele de ajustare cu numărul zilelor lucrătoare (a se vedea tabelul). După cum se arată în tabel, cele mai multe dintre prognozele disponibile în prezent ale altor instituții sunt apropiate de prognozele punctuale din proiecțiile experților BCE din luna septembrie și se

încadrează în intervalele de variație prevăzute de aceste proiecții (menționate între paranteze pătrate în tabel).

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

(variații procentuale anuale)

	Data publicării	Creșterea PIB			Inflația IAPC		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Proiecțiile experților BCE	Septembrie 2015	1,4 [1,3-1,5]	1,7 [0,8-2,6]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [0,0-0,2]	1,1 [0,5-1,7]	1,7 [0,9-2,5]
Comisia Europeană	Mai 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Barometrul zonei euro	August 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,2	1,6
Previziunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	August 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,3	1,5
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză ( <i>Survey of Professional Forecasters</i> )	August 2015	1,4	1,8	1,8	0,2	1,3	1,6
FMI	Iulie 2015	1,5	1,7	-	0,1	1,0	-

Sursa: Previziunile economice europene ale Comisiei Europene, primăvara anului 2015; *IMF World Economic Outlook*, actualizarea din luna iulie 2015 (PIB); *IMF World Economic Outlook*, aprilie 2015; *Consensus Economics Forecasts*; *MJEconomics* și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*).

Notă: Proiecțiile macroeconomice ale experților BCE și ale experților Eurosistemului 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, 2015

Adresa: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt pe Main, Germania

Adresa poștală: 60640 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.