



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEMUL

# PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR EUROSISTEMULUI – DECEMBRIE 2015<sup>1</sup>

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

*Potrivit proiecțiilor, redresarea activității economice în zona euro va continua. Se anticipează că PIB real se va majora cu 1,5% în 2015, cu 1,7% în 2016 și cu 1,9% în 2017. Perspectivele generale sunt, în linii mari, nemodificate comparativ cu exercițiul de proiecție anterior, cele ale cererii interne fiind însă mai favorabile, iar cele ale cererii externe mai puțin favorabile. Se așteaptă o majorare a inflației pe parcursul orizontului de proiecție, până la 1,6% în anul 2017. Perspectivele inflației au fost revizuite în sens ușor descendent, reflectând, în principal, scăderea prețurilor petrolului.*

**Se anticipează că o serie de factori favorabili vor continua să sprijine redresarea economică bazată pe cererea internă în anii 2016 și 2017.** Politica monetară acomodativă a BCE a continuat să fie transmisă la nivelul economiei, după cum o demonstrează ușoara relaxare în continuare a condițiilor de creditare, inversarea recentă consemnată de dinamica volumului creditelor, precum și deprecierea cursului de schimb efectiv al euro. Prețurile scăzute ale petrolului ar trebui să susțină atât consumul, cât și investițiile; în plus, cererea internă va beneficia de o ușoară relaxare fiscală, inclusiv pe seama influxului recent de refugiați, estimându-se că acesta va conduce la un consum suplimentar al administrațiilor publice și la transferuri către gospodăriile populației. Întrucât se anticipează că necesitatea reducerii gradului de îndatorare se va diminua, cererea internă ar trebui să se consolideze în anii următori prin intermediul acceleratorului investițiilor. De asemenea, ameliorarea în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă ar trebui să sprijine consumul. În schimb, se preconizează că susținerea din partea redresării la nivel mondial a activității economice în zona euro se va menține mai modestă, reflectând în mare parte creșterea economică scăzută din economiile de piață emergente.

**Conform proiecțiilor, inflația IAPC va crește la 1,0% în anul 2016 și la 1,6% în anul 2017.** Se anticipează că evoluțiile componenteii „produse energetice” a inflației IAPC vor deține un rol major în conturarea profilului inflației IAPC pe parcursul orizontului de proiecție. Potrivit proiecțiilor, efecte de bază puternice în sensul creșterii la sfârșitul anului 2015 și începutul anului 2016, precum și în a doua jumătate a anului 2016, combinate cu majorările estimate ale prețurilor petrolului (în concordanță cu cotațiile futures) până în 2017, ar trebui să conducă la o creștere semnificativă a dinamicii componenteii „produse energetice” a inflației IAPC, comparativ cu ratele negative actuale. În plus, se preconizează că inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente se va consolida treptat în cadrul orizontului de proiecție. Se estimează că dinamizarea câștigurilor salariale și a marjelor de profit va determina creșterea inflației, pe fondul intensificării ritmului redresării economice. Totodată, deprecierea semnificativă a euro ar trebui să se propage la nivelul inflației IAPC.

<sup>1</sup> Proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului reprezintă o contribuție la evaluarea realizată de Consiliul 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 noiembrie 2015 (Caseta 3). Data-limită pentru includerea altor informații în cadrul acestui exercițiu a fost 19 noiembrie 2015.

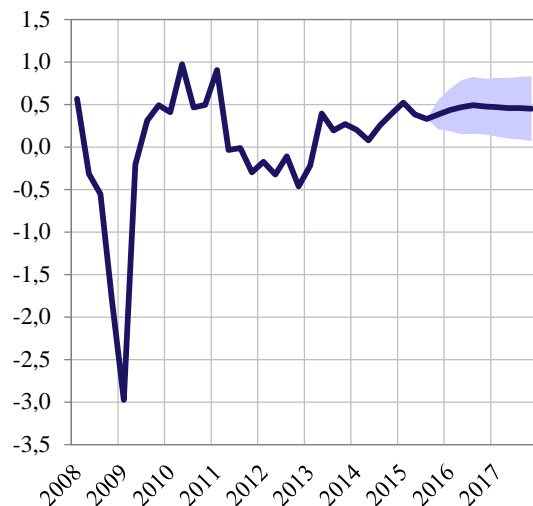
Exercițiul actual de proiecție macroeconomică se referă la perioada 2015-2017. Proiecțiile care acoperă un orizont atât de îndelungat sunt marcate de incertitudini foarte pronunțate, aspect care ar trebui avut în vedere la interpretarea proiecțiilor macroeconomice. A se vedea articolul intitulat „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” din Buletinul lunar al BCE – mai 2013.

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

(date trimestriale)

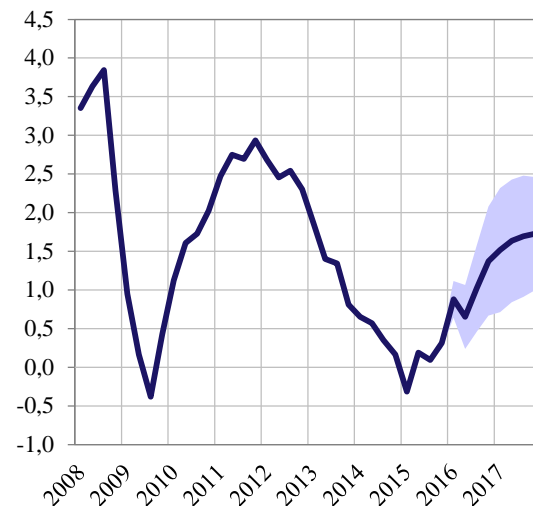
### PIB real în zona euro<sup>2)</sup>

(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 mediei valorilor absolute 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.

## 2. ECONOMIA REALĂ

**Se estimează că redresarea activității economice în zona euro va continua, fiind susținută tot mai mult de cererea internă pe parcursul orizontului de proiecție.** În trimestrul III 2015, PIB real a crescut cu 0,3%. Privind în perspectivă, pe baza unor niveluri ridicate ale încrederii consumatorilor și a sectorului corporativ în ultimele luni, se poate anticipa menținerea ritmului de creștere economică pe termen scurt. Ulterior, o serie de factori favorabili sunt așteptați să susțină creșterea PIB real în cadrul orizontului de proiecție, îndeosebi orientarea acomodativă a politicii monetare, o ușoară relaxare fiscală, prețurile scăzute ale petrolului și îmbunătățirea graduală a perspectivelor cererii la nivel mondial, combinată cu creșterea cotelor de piață deținute de exporturile zonei euro, care reflectă nivelul relativ mai depreciat al cursului de schimb efectiv al euro.

**Potrivit proiecțiilor, cheltuielile aferente consumului privat vor rămâne determinantul principal al redresării economice.** Veniturile disponibile nominale ar trebui să își accelereze creșterea pe parcursul orizontului de proiecție, fiind susținute de dinamizarea veniturilor salariale pe fondul unei creșteri robuste a ocupării forței de muncă și al creșterii remunerării nominale pe salariat, precum și de accelerarea dinamicii altor venituri personale. De asemenea, nivelul mai ridicat al transferurilor și impozitele directe mai scăzute vor majora veniturile populației în anul 2016. Se anticipează că dinamica veniturilor disponibile reale se va menține robustă în anul 2016, urmând să înregistreze o pierdere de ritm în 2017 pe seama majorării prețurilor de consum. Costurile scăzute de finanțare și creșterea avuției nete a gospodăriilor populației, ambele consolidate de programul de achiziționare de active, ar trebui să sprijine consumul privat, deși mediul caracterizat de rate scăzute ale dobânzilor afectează, de asemenea, veniturile disponibile prin intermediul diminuării încasărilor de dobânzi. În ansamblu, ritmul anual de creștere a consumului privat este proiectat a se situa, în medie, la 1,7% în perioada 2015-2017, după o majorare de 0,8% în 2014.

**Se anticipează că rata economisirii se va menține, în linii mari, stabilă pe termen scurt, urmând să scadă ușor în anul 2017.** Rata economisirii este proiectată să înregistreze o creștere ușoară în 2015, reflectând o relativă inerție în ajustarea consumului la plusul de venit disponibil real determinat de scăderea prețului petrolului. Se estimează că rata economisirii se va menține, în linii mari, nemodificată în 2016, urmând să scadă ușor în anul 2017. În unele țări, se preconizează că nivelurile ridicate ale șomajului și ale datoriei brute vor contribui, într-o anumită măsură, la creșterea economisirii, în timp ce, în alte țări, nivelul foarte scăzut al ratelor dobânzilor ar putea conduce la necesitatea unor economisiri suplimentare. Cu toate acestea, în timp, se anticipează că vor predomina factorii ce determină o scădere a economisirii. În primul rând, consumul gospodăriilor populației ar trebui să se alinieze progresiv la majorarea veniturilor disponibile generate de scăderea prețurilor petrolului. În al doilea rând, scăderea graduală a șomajului ar trebui să conducă la diminuarea economisirii în scop preventiv, permițând populației să efectueze achiziții majore care este posibil să fi fost amânate anterior. În cele din urmă, randamentele foarte scăzute tind să descurajeze economisirea prin intermediul unui efect de substituție intertemporal.

**Se așteaptă o redinamizare a investițiilor rezidențiale în zona euro, deși de la un nivel foarte scăzut.** Datele revizuite sugerează o relativă intensificare a activității de investiții în obiective rezidențiale în semestrul I 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 programul de achiziționare de active, ceea ce ar trebui să conducă la o dinamică mai alertă a împrumuturilor acordate populației, sprijinind investițiile în obiective rezidențiale. Este însă probabil ca nivelurile ridicate de îndatorare a populației și factorii demografici nefavorabili din unele țări să împiedice o majorare mai puternică a investițiilor în obiective rezidențiale.

**Investițiile corporative se vor intensifica treptat, fiind sprijinite de ameliorarea condițiilor de finanțare și de redresarea ciclică.** Conform proiecțiilor, orientarea acomodativă a politicii monetare, efectele de accelerator în contextul consolidării proiectate a cererii interne și a celei externe, necesitatea modernizării stocului de capital după mai mulți ani de investiții scăzute, măsurile fiscale din unele țări și dinamizarea marjelor de profit în contextul unui nivel deja ridicat al lichidității în sectorul societăților nefinanciare vor sprijini cheltuielile de capital. De asemenea, pe parcursul orizontului de proiecție, presiunile în ansamblu exercitate de reducerea gradului de îndatorare a sectorului corporativ în zona euro ar trebui să reprezinte într-o mai mică măsură o constrângere pentru investițiile corporative pe parcursul orizontului de proiecție față de perioada anterioară. Într-adevăr, în majoritatea țărilor ponderea datoriilor în fondurile proprii s-a redus substanțial comparativ cu nivelurile maxime atinse în perioada crizei financiare și se situează la niveluri minime istorice. Cu toate acestea, redresarea investițiilor corporative va fi încă frânată de blocaje financiare reziduale și de gradul ridicat de îndatorare din unele țări, precum și de anticipațiile privind o creștere mai modestă a PIB potențial, comparativ cu perioada anterioară.

**Conform proiecțiilor, orientarea politicii fiscale, măsurată ca variație a soldului primar ajustat ciclic, după excluderea asistenței din fonduri publice acordate sectorului financiar, va avea o contribuție pozitivă marginală la cerere în cadrul orizontului de proiecție.** După o ușoară înăsprire a măsurilor discreționare de politică fiscală în anul 2015, prognoza indică un efect în sensul relaxării al acestora în 2016, anticipându-se că, în 2017, măsurile fiscale vor fi neutre.<sup>2</sup> Dinamica investițiilor reale ale administrațiilor publice este așteptată să cunoască o intensificare relativă în anul 2016 și să se accelereze în continuare în 2017, iar consumul administrațiilor publice este proiectat să crească într-un ritm relativ robust. Se preconizează că influxul de refugiați va contribui la relaxarea orientării politicii fiscale în zona euro (Caseta 2).

**Se anticipează că cererea externă pentru produse și servicii din zona euro va fi inhibată de creșterea economică modestă de pe piețele emergente și de intensitatea scăzută a schimburilor**

---

<sup>2</sup> Ipotezele privind politica fiscală reflectă informațiile incluse în legile privind bugetele aferente anului 2016, precum și alte informații relevante care erau disponibile la data de 19 noiembrie 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.

**comerciale asociate creșterii mondiale, fiind însă proiectată o redresare treptată a acesteia pe parcursul orizontului de proiecție (Casetă 1).** Deși, conform proiecțiilor, cererea externă pentru produse și servicii din zona euro se va consolida progresiv pe parcursul orizontului de proiecție, ritmul acesteia va fi lent, ca urmare a dinamicii modeste a importurilor în economiile de piață emergente. Ritmul 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 în raport cu creșterea economică, în special în economiile de piață emergente.

**Dinamica exporturilor în afara zonei euro ar trebui să se intensifice pe parcursul orizontului de proiecție.** Potrivit proiecțiilor, dinamica exporturilor în afara zonei euro va continua să o depășească pe cea a cererii externe pe parcursul orizontului de proiecție, beneficiind de efectele întârziate ale deprecierei cursului de schimb efectiv al euro și de câștigurile de competitivitate. Se anticipează că dinamica importurilor din afara zonei euro se va menține relativ limitată pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând o structură a cererii totale dominată de componente de cheltuieli cu un conținut scăzut de importuri, precum consumul public și cel privat. Excedentul de cont curent este proiectat să se majoreze de la 2,4% din PIB în anul 2014 la 3,0% în 2015, după care se va reduce la 2,9% în anul 2016 și 2,7% în 2017.

**Se așteaptă ca deviația negativă a PIB de la nivelul potențial să se reducă, în principal pe fondul unei creșteri moderate a PIB potențial.** Creșterea PIB potențial este estimată să se situeze la numai 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 este așteptată să se reducă semnificativ până la finele orizontului de proiecție.

#### Casetă 1

### CONTEXTUL INTERNAȚIONAL

**Economia mondială se menține pe o traiectorie de redresare progresivă, dar ritmul expansiunii economice este în continuare modest.** Indicatorii privind activitatea economică la nivel mondial și datele disponibile la nivel de țară indică persistența unei creșteri economice moderate pe plan internațional în trimestrul III 2015. Privind în perspectivă, activitatea globală ar trebui să se mențină pe o traiectorie de redresare moderată progresivă – dar neuniformă –, generată de perspectivele unei creșteri economice robuste în majoritatea economiilor dezvoltate, în timp ce perspectivele de creștere ale economiilor de piață emergente continuă să fie modeste în raport cu standardele istorice. Prețurile scăzute ale petrolului, condițiile de finanțare favorabile, ameliorarea condițiilor pe piața forței de muncă și a încrederii, precum și restrângerea factorilor inhibitori asociați reducerii gradului de îndatorare în sectorul privat și consolidării fiscale ar trebui să sprijine perspectivele economiilor dezvoltate. În schimb, perspectivele pe termen mediu pentru economiile de piață emergente sunt mai eterogene. Deși consolidarea cererii în economiile dezvoltate ar trebui să susțină revigorarea activității economice, impedimentele de ordin structural și dezechilibrele macroeconomice din mai multe economii de piață emergente de mari dimensiuni continuă să limiteze perspectivele creșterii economice în cadrul acestora din urmă. Totodată, unele dintre aceste economii se ajustează la prețurile mai scăzute ale materiilor prime și la înăsprirea condițiilor de finanțare externe în perioada premergătoare normalizării politicii monetare a SUA, pe fondul menținerii unor incertitudini politice ridicate în unele dintre acestea. Creșterea economică prognozată (excluzând zona euro) se va accelera treptat de la 3,1% în anul 2015 la 3,6% în 2016 și la aproape 3,9% în 2017. Aceasta implică o revizuire în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale pentru anul 2015 și cu 0,2 puncte procentuale pentru anul 2016 comparativ cu proiecțiile publicate în luna septembrie.

**Dinamica schimburilor comerciale la nivel mondial a fost deosebit de modestă în semestrul I 2015, dar se așteaptă o consolidare treptată a acesteia.** Datele privind schimburile comerciale internaționale în semestrul I 2015 au fost semnificativ revizuite în sens descendent, indicând acum o scădere mai pronunțată. Deși scăderea semnificativă a importurilor în Rusia și în Brazilia pe parcursul acestei perioade poate fi parțial explicată prin scăderea cererii interne și deprecierea cursului de schimb, evoluțiile din alte

economii (inclusiv Regatul Unit, Japonia și China) par să reflecte cu precădere evoluții conjuncturale în ceea ce privește datele referitoare la schimburile comerciale. Indicatorii recenti privind schimburile comerciale sugerează o relativă stabilizare pentru trimestrul III 2015, dar este probabil ca dinamica generală modestă să predominie pe termen scurt. Privind în perspectivă, se anticipează că schimburile comerciale internaționale se vor consolida progresiv – în concordanță cu redresarea activității economice la nivel mondial –, deși nu vor reuși, în mod evident, să revină la dinamica înregistrată anterior crizei financiare. Pe ansamblu, în raport cu PIB mondial, profilul importurilor globale și al cererii externe adresate zonei euro este proiectat să fie relativ modest pe parcursul orizontului de proiecție. Se estimează că dinamica cererii externe adresate zonei euro se va intensifica de la -0,1% în anul 2015 la 2,7% în 2016 și la 3,8% în 2017. Comparativ cu proiecțiile publicate în luna septembrie, cele actuale reprezintă o revizuire în sens descendent cu 1,6 puncte procentuale în anul 2015, cu 0,7 puncte procentuale în 2016 și cu 0,3 puncte procentuale în 2017.

## Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

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

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 în cadrul orizontului de proiecție.** Conform proiecțiilor, ritmul robust de creștere a populației ocupate se va menține în semestrul II 2015. Acesta ar trebui să se intensifice în continuare în anii 2016 și 2017, îndeosebi pe seama redresării economice, a stimulentei fiscale în unele țări, a dinamicii salariale moderate, a reformelor anterioare pe piața forței de muncă și a integrării graduale a refugiaților pe piața forței de muncă. Se estimează că 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. Aceste evoluții ale șomajului presupun o creștere a dinamicii productivității forței de muncă de la 0,3% în anul 2014 la 0,9% în 2017, în concordanță cu tiparul obișnuit de evoluție prociclică. Se preconizează că forța de muncă va consemna o expansiune peste așteptările anterioare, cu 0,5% atât în 2016, cât și în 2017, după ritmuri anuale de creștere de 0,2% în 2014 și 2015, reflectând influxul continuu de refugiați (Casetă 2) și estomparea efectelor de descurajare. Potrivit proiecțiilor, rata șomajului se va reduce la 10,1% în anul 2017, menținându-se încă la niveluri net superioare celor înregistrate în perioada anterioară crizei (7,5% în 2007).

**Comparativ cu proiecțiile publicate în luna septembrie, perspectivele privind creșterea PIB real sunt, în linii mari, nemodificate.** O revizuire marginală în sens ascendent pentru anul 2015 reflectă cu precădere rezultatele mai favorabile pentru trimestrul II 2015. Perspectivele, în linii mari, nerevizuite pentru anii 2016 și 2017 reflectă doi factori cu efecte opuse: pe de o parte, perspectivele mai robuste ale consumului privat și un nivel mai ridicat al consumului administrațiilor publice, ca urmare, printre altele, a măsurilor fiscale adoptate ca răspuns la influxul de refugiați, și, pe de altă parte, perspectivele mai puțin favorabile ale exporturilor pe seama cererii externe mai scăzute.

## IMPACTUL INFLUXULUI DE REFUGIAȚI ASUPRA ECONOMIEI ZONEI EURO

**Zona euro se confruntă, în prezent, cu un influx de refugiați fără precedent.** Aproximativ 850 000 de refugiați au traversat Marea Mediterană până la sfârșitul lunii noiembrie 2015, potrivit Înaltului Comisar al Națiunilor Unite pentru Refugiați, fluxurile depășindu-le cu mult pe cele înregistrate în timpul crizei din Balcani, la începutul anilor '90. Comparativ cu proiecțiile publicate în luna iunie 2015, în cadrul proiecțiilor actuale s-a estimat că, până în 2017, alte 2,4 milioane de refugiați (mai puțin de 1% din populația zonei euro) vor sosi probabil în zona euro.

**Evaluarea impactului influxului de refugiați asupra economiei reale și finanțelor publice este marcată de un grad foarte ridicat de incertitudine.** Numărul de refugiați și caracteristicile competențelor profesionale ale acestora sunt încă foarte neclare, iar numărul membrilor de familie care vor sosi ulterior este, în mare parte, imposibil de prevăzut. Distribuția acestora în țările din zona euro este, de asemenea, încă neclară. În plus, politicile naționale privind azilul, cu implicații macroeconomice și fiscale, sunt în curs de ajustare.

**Impactul macroeconomic asupra ofertei depinde, în mod esențial, de gradul de participare pe piața forței de muncă și de viteza intrării pe piața forței de muncă.** În general, procesul intrării refugiaților pe piața formală a forței de muncă din țara-gazdă este unul de durată. În primul rând, aceștia trebuie să obțină azil și, uneori, permise de muncă, să dobândească competențe lingvistice, iar competențele lor profesionale trebuie să fie recunoscute. Deși, din cauza constrângerilor de natură legală și practică, inserția refugiaților pe piața forței de muncă în zona euro durează, în medie, cel puțin șase luni, există mari diferențe între țări și, *de facto*, numeroși refugiați pot avea nevoie de mai mulți ani pentru a găsi un loc de muncă stabil. În proiecția de bază pentru zona euro, se estimează că refugiații care sosesc sunt, în mare parte, tineri și concurează cu lucrătorii rezidenți pe segmente ale pieței muncii cu un nivel mai scăzut de calificare și remunerare. În plus, se anticipează că numai aproximativ un sfert dintre toți refugiații vor fi intrat pe piața forței de muncă până la sfârșitul orizontului de proiecție.

**Impactul macroeconomic pe termen scurt și mediu al influxului de refugiați se exercită atât prin canalul cererii, cât și prin cel al ofertei.** Inițial, un șoc pozitiv asupra cererii generat de un nivel mai ridicat al consumului în sectorul privat și în cel al administrațiilor publice este prognozat să majoreze prețurile și producția, susținut de nivelul relativ scăzut al economisirii și înclinația ridicată spre consum în rândul refugiaților. Amploarea acestui șoc poate depinde și de volumul remiterilor efectuate de refugiați către țările lor de origine. Totodată, în unele țări, economia poate fi afectată nefavorabil de deteriorarea încrederii în rândul consumatorilor și al companiilor. Această situație ar putea reflecta preocupări legate de integrarea refugiaților în detrimentul perspectivelor rezidenților pe piața forței de muncă – în măsura în care refugiații nu ocupă posturi vacante – și de faptul că sectorul turismului în țările din sudul Europei care primesc un număr mare de refugiați poate fi afectat nefavorabil. Pe măsura intrării unora dintre refugiați pe piața forței de muncă, remunerarea pe salariat și productivitatea pot fi afectate din cauza numărului sporit de lucrători cu un nivel mai scăzut de calificare și remunerare. Totuși, pe termen scurt, inflația poate crește comparativ cu proiecția de bază, care nu include numărul adițional de refugiați, pe seama cererii interne mai ridicate, a productivității mai scăzute și a chiriilor mai mari pentru locuințe. Ulterior, creșterea ofertei și a ocupării de echilibru pe piața forței de muncă ar putea stimula în continuare creșterea economică, prin dinamizarea consumului privat și a investițiilor imobiliare. În plus, pe termen mai lung, dinamica PIB potențial poate beneficia de această evoluție.

**Impactul asupra ocupării forței de muncă, producției și prețurilor diferă de la o țară la alta și, pe ansamblu, este probabil să fie modest în proiecția de bază aferentă zonei euro. Totuși, efectele bugetare vor fi semnificative.** Se estimează că impactul bugetar al influxului de refugiați va reflecta cheltuielile publice pentru alimente și cazare, transferurile de numerar către refugiați și, într-o măsură mai mică, consumul sporit al administrațiilor publice legat, printre altele, de cheltuielile cu educația, sănătatea și integrarea în general. Efectele bugetare pe termen scurt estimate reflectă faptul că, în pofida unor indicii referitoare la nevoia de locuințe suplimentare, nu există dovezi ale unor investiții publice suplimentare semnificative. Se preconizează că influxul de refugiați va contribui la relaxarea orientării politicii fiscale în zona euro comparativ cu proiecțiile anterioare. Se estimează că impactul bugetar asupra

finanțelor publice se va resimți pe parcursul întregului orizont de proiecție în țările cele mai afectate. Cu excepția unui număr de țări în care costurile suplimentare (limitate) generate de găzduirea refugiaților sunt estimate a fi acoperite printr-o repriorizare a cheltuielilor sau prin recurgerea la rezerve, se prognozează că aceste cheltuieli vor majora deficitul public, nu în ultimul rând având în vedere și faptul că Pactul de stabilitate și creștere oferă o anumită flexibilitate în acest sens. Pe termen mai lung, impactul fiscal poate deveni mai favorabil, depinzând în mod esențial de momentul și de amploarea intrării refugiaților pe piața forței de muncă.

### Caseta 3

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

**Comparativ cu proiecțiile publicate în luna septembrie 2015, modificările ipotezelor tehnice includ prețuri mai scăzute în dolari SUA atât pentru petrol, cât și pentru materii prime non-energetice, o ușoară apreciere a cursului de schimb efectiv al euro și rate ale dobânzilor mai reduse în zona euro.**

**Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței, data-limită fiind 12 noiembrie 2015.** Ratele dobânzilor pe termen scurt se referă la EURIBOR la trei luni, anticipațiile pieței fiind calculate pe baza ratelor dobânzilor *futures*. Conform acestei metodologii, ratele dobânzilor pe termen scurt se vor situa, în medie, la 0,0% în anul 2015, la -0,2% în anul 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 1,2% în anul 2015, de 1,4% în 2016 și de 1,7% 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 se vor menține, în linii mari, stabile în anul 2016 și, ulterior, vor consemna o creștere modestă pe parcursul anului 2017. Referitor la prețurile materiilor prime, pe baza traiectoriei implicite de pe piețele *futures* în perioada de două săptămâni anterioară datei-limită de 12 noiembrie, se anticipează că prețul țițeiului Brent va crește de la nivelul înregistrat la acea dată de 45 USD/baril la 52,2 USD/baril în 2016 și la 57,5 USD/baril în 2017. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice vor urma o traiectorie ascendentă.<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 anterioară datei-limită de 12 noiembrie. Această ipoteză presupune un curs de schimb de 1,09 USD/EUR în cadrul orizontului de proiecție.

## Ipoze tehnice

	Decembrie 2015				Septembrie 2015			Revizuirii față de luna septembrie 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	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Prețul petrolului (în USD/baril)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
Cursul de schimb USD/EUR	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE38) (variații procentuale anuale)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	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 fiind menținută constantă pe parcursul orizontului de proiecție. Se presupune că *spread*-urile dintre randamentele obligațiunilor de stat specifice fiecărei țări și media corespunzătoare 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 IV 2016, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială.

### 3. PREȚURI ȘI COSTURI

**Inflația IAPC s-a menținut la un nivel apropiat de zero în ultimele luni.** Nivelul scăzut al inflației totale reflectă intensificarea presiunilor în sensul scăderii generate de prețurile produselor energetice și asociate celei mai recente reduceri a prețurilor petrolului. Totodată, inflația IAPC exclusiv produse energetice a crescut ușor în ultimele luni. Aceasta reflectă intensificarea dinamicii prețurilor alimentelor și produselor industriale non-energetice. Creșterea înregistrată de acestea din urmă a fost parțial determinată de deprecierea puternică a euro. În schimb, în pofida unei ușoare volatilități, dinamica prețurilor serviciilor s-a menținut practic nemodificată în ultimele luni, reflectând presiuni moderate din surse interne asupra costurilor.

**Conform proiecțiilor, rata inflației IAPC se va situa, în medie, la 0,1% în anul 2015, urmând a se intensifica la 1,0% în 2016 și la 1,6% în 2017.** Dinamica produselor energetice incluse în IAPC este așteptată să influențeze puternic profilul inflației IAPC pe parcursul orizontului de proiecție. Se anticipează că atât efectele de bază semnificative în sensul creșterii, cât și majorările estimate aferente cotațiilor petrolului (în concordanță cu piețele *futures*) vor conduce la o creștere substanțială a componentei „produse energetice” a inflației IAPC până în 2017. Conform proiecțiilor, inflația IAPC exclusiv produse energetice se va consolida treptat în concordanță cu intensificarea presiunilor din surse interne asupra costurilor, pe fondul restrângerii deviației negative a PIB de la nivelul potențial. De asemenea, se estimează că deprecierea semnificativă a euro și efectele indirecte ale creșterii estimate a prețurilor materiilor prime pe parcursul orizontului de proiecție vor genera influențe în sensul creșterii asupra inflației IAPC exclusiv produse energetice. Totodată, se anticipează că impactul exercitat de prețurile administrate și de modificările impozitelor indirecte asupra inflației se va menține limitat.



**Se anticipează că deprecierea euro, efectele de bază în sensul creșterii asociate cotațiilor petrolului, precum și majorările estimate ale prețurilor materiilor prime se vor număra printre principalii factori determinanți ai reluării creșterii inflației pe parcursul orizontului de proiecție.** După mai mulți ani în care s-au înregistrat presiuni în sensul scăderii din surse externe asupra prețurilor, se anticipează că prețurile importurilor vor crește și vor contribui la creșterea inflației IAPC pe parcursul orizontului de proiecție. Conform proiecțiilor, dinamica anuală a deflatorului importurilor va crește de la -2,0% în anul 2015 la 0,4% în 2016 și la 1,8% în 2017. Unul dintre factorii-cheie care sprijină aceste creșteri este deprecierea substanțială a euro, a cărei propagare la nivelul prețurilor interne, prin intermediul prețurilor importurilor, este, în general, de durată și, conform estimărilor, va influența prețurile interne și în anii 2016 și 2017. În plus, prețurile produselor energetice și ale materiilor prime non-energetice vor stimula dinamica ascendentă a prețurilor de consum și ale importurilor pe parcursul orizontului de proiecție.

**Se preconizează că și intensificarea presiunilor din surse interne asupra prețurilor va contribui la creșterea inflației IAPC, în special către sfârșitul orizontului de proiecție.** Potrivit anticipațiilor, redresarea în continuare a economiei și consolidarea cererii ar trebui să se reflecte în noi ameliorări ale condițiilor pe piața forței de muncă și ale poziției companiilor în procesul de stabilire a prețurilor. În acest context, se estimează o dinamizare a câștigurilor salariale și a marjelor de profit, care va alimenta presiunile din surse interne asupra prețurilor.

**Conform proiecțiilor, reducerea ofertei excedentare de pe piața forței de muncă va implica o consolidare a creșterii remunerării nominale pe salariat.** Cu toate acestea, se estimează că dinamica salarială va rămâne relativ moderată. Printre factorii care frânează creșterea remunerării pe salariat în perioada actuală de redresare economică se numără oferta încă excedentară pe piața forței de muncă și ratele actuale reduse ale inflației. Se anticipează, de asemenea, că procesele de ajustare în curs, destinate sporirii competitivității prin prețuri în unele țări din zona euro, vor avea un efect inhibitor asupra dinamicii salariale. În plus, reformele structurale implementate pe piața forței de muncă și, posibil, constrângerile impuse firmelor la nivelul politicii salariale în perioada crizei de rigiditatea la scădere a salariilor nominale reprezintă factori care pot frâna dinamizarea câștigurilor salariale în cadrul redresării actuale. Conform proiecțiilor, ritmul de creștere a costului unitar cu forța de muncă va fluctua în continuare, până la începutul anului 2017, în jurul nivelurilor scăzute consemnate recent, pe măsură ce accelerarea ciclică proiectată a productivității compensează traectoria treptat ascendentă a dinamicii salariale. Ulterior, stabilizarea creșterii productivității, împreună cu o nouă dinamizare a câștigurilor salariale, implică o consolidare a ritmului de creștere a costului unitar cu forța de muncă pe parcursul anului 2017.

**Se preconizează că marjele de profit se vor consolida pe măsura avansului redresării economiei.** Noi ameliorări la nivelul cererii și reducerea deficitului de cerere din economie sunt estimate a sprijini poziția companiilor în procesul de stabilire a prețurilor, precum și continuarea redresării recent observate a marjelor de profit pe parcursul orizontului de proiecție. Câștigurile din venituri excepționale asociate scăderii puternice anterioare a prețurilor petrolului și ale materiilor prime, precum și deprecierea euro pe seama strategiilor exportatorilor de stabilire a prețurilor în funcție de piață au contribuit la redresarea recentă a profiturilor. În schimb, se așteaptă un impact inhibitor asupra marjelor de profit generat de reformele structurale implementate pe piața bunurilor și serviciilor în perioada crizei și ulterior acesteia, întrucât se estimează că acestea au condus la sporirea concurenței pe unele piețe. În ansamblu, după consemnarea unor evoluții modeste persistente în ultimii ani, se anticipează că marjele de profit se vor redresa pe parcursul orizontului de proiecție, urmând să crească în medie cu aproximativ 0,5% în fiecare an în perioada 2015-2017.

**Comparativ cu proiecțiile publicate în luna septembrie, perspectivele inflației IAPC au fost revizuite în sens ușor descendent.** Revizuirea se datorează cu precădere presiunilor mai scăzute din surse externe asupra prețurilor, asociate prețurilor sub așteptări ale petrolului.

#### 4. PERSPECTIVELE FISCALE

**Se preconizează o îmbunătățire a soldului bugetar.** Ameliorarea treptată a ponderii soldului bugetar în PIB se datorează, pe de o parte, ameliorării ciclice și, pe de altă parte, scăderii cheltuielilor cu dobânzile, anticipându-se că soldul primar structural se va deteriora ușor în anul 2016 și se va menține stabil în anul 2017. După creșterile înregistrate până în anul 2014, se estimează că ponderea datoriei publice în PIB va începe să scadă din anul 2015.

**Comparativ cu proiecțiile publicate în luna septembrie, perspectivele fiscale sunt, în linii mari, nemodificate.** Soldul bugetar a fost revizuit în sens ușor ascendent pentru anul 2015 și ușor descendent pentru anul 2017, reflectând modificări la nivelul consolidării fiscale. Traectoria datoriei este mai favorabilă pe parcursul orizontului de proiecție, fiind asociată unui diferențial mai favorabil între ritmul de creștere a PIB și rata dobânzii aferentă datoriei publice și unui efect pozitiv al ajustării datorie-deficit.

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

(variații procentuale anuale)

	Decembrie 2015				Septembrie 2015			Revizuirii față de luna septembrie 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real <sup>3)</sup>	0,9	1,5	1,7	1,9	1,4	1,7	1,8	0,1	0,0	0,0
		[1,4 - 1,6] <sup>4)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>4)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>4)</sup>	[1,3 - 1,5] <sup>4)</sup>	[0,8 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,6 - 3,0] <sup>4)</sup>			
Consumul privat	0,8	1,6	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	-0,1	0,2	0,0
Consumul administrațiilor publice	0,8	1,4	1,2	1,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,4	0,3
Formarea brută de capital fix	1,3	2,3	2,8	3,8	2,1	3,4	3,9	0,2	-0,7	-0,1
Exporturi <sup>5)</sup>	4,1	4,8	4,0	4,8	4,5	4,9	5,2	0,4	-0,8	-0,4
Importuri <sup>5)</sup>	4,5	5,3	4,8	5,3	4,7	5,4	5,7	0,6	-0,7	-0,4
Ocuparea forței de muncă	0,6	1,0	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8	0,2	0,3	0,1
Rata șomajului (% din forța de muncă)	11,6	11,0	10,5	10,1	11,0	10,6	10,1	-0,1	-0,1	0,0
IAPC	0,4	0,1	1,0	1,6	0,1	1,1	1,7	0,0	-0,2	0,0
		[0,1 - 0,1] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,5] <sup>4)</sup>	[0,9 - 2,3] <sup>4)</sup>	[0,0 - 0,2] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,9 - 2,5] <sup>4)</sup>			
IAPC exclusiv produse energetice	0,7	0,9	1,3	1,5	0,9	1,3	1,6	0,0	-0,1	-0,1
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	0,8	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	-0,1	-0,1	0,0
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte <sup>6)</sup>	0,7	0,8	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	0,0	-0,1	0,0
Costul unitar cu forța de muncă	1,1	0,9	0,9	1,2	1,0	0,6	1,1	-0,1	0,2	0,1
Remunerarea pe salariat	1,4	1,4	1,5	2,1	1,6	1,6	2,1	-0,2	0,0	0,0
Productivitatea muncii	0,3	0,5	0,7	0,9	0,7	1,0	1,0	-0,1	-0,3	-0,1
Soldul bugetar al administrațiilor publice (% din PIB)	-2,6	-2,0	-2,0	-1,8	-2,1	-2,0	-1,7	0,1	0,0	-0,1
Soldul bugetar structural (% din PIB) <sup>7)</sup>	-1,8	-1,7	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	0,1	0,0	-0,2
Datoria publică brută (% din PIB)	92,1	91,1	90,1	88,9	91,6	90,7	89,4	-0,5	-0,7	-0,5
Soldul contului curent (% din PIB)	2,4	3,0	2,9	2,7	3,0	2,9	2,7	0,0	0,0	0,0

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 mediei valorilor absolute 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).

#### Caseta 4

### 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 anii 2016 și 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 3). Această traiectorie este în concordanță cu o ușoară redresare a cererii mondiale de petrol asociată cu dinamizarea economiei mondiale și o relativă diminuare a creșterii ofertei de petrol. Modelele alternative utilizate de experții BCE<sup>1)</sup> pentru a proiecta prețurile petrolului pe parcursul orizontului de proiecție sugerează, în prezent, un preț ușor mai ridicat al petrolului în cadrul orizontului de proiecție decât se estimase în ipotezele tehnice. Această evoluție ar fi în concordanță cu o redresare și mai puternică a cererii mondiale de petrol pe termen mediu și/sau cu o scădere mai pronunțată a dinamicii 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 s-ar majora într-un ritm ușor mai rapid, fiind cu 5,8% superioare celor din proiecția de bază până în anul 2017, ar reduce ușor creșterea PIB real (cu 0,1 puncte procentuale în 2017), determinând în același timp o majorare relativ mai rapidă a inflației IAPC în anii 2016 și 2017 (cu circa 0,1 puncte procentuale atât în 2016, cât și în 2017).

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

**Există riscuri atât în sensul aprecierii, cât și în sensul deprecierei la adresa perspectivelor cursului de schimb efectiv al euro.** Riscurile în sensul deprecierei se referă, în principal, la divergențele în creștere în ceea ce privește orientarea politicii monetare de o parte și alta a Oceanului Atlantic. În special, amplificarea caracterului acomodativ al politicii monetare în zona euro și majorarea ratei dobânzii reprezentative a Rezervelor Federale din Statele Unite ar putea să exercite în continuare presiuni în sensul deprecierei asupra euro. În schimb, riscuri în sensul aprecierii la adresa cursului de schimb al euro ar putea decurge din amplificarea temerilor referitoare la creșterea economică din economiile de piață emergente și, în special, din China. Este posibil ca sporirea rezultată a volatilității pieței să conducă la aprecierea euro ca urmare a corecției pozițiilor de tip *carry trade* de mari dimensiuni.

**Pentru a ilustra riscurile conexe la adresa proiecțiilor, această analiză a sensibilității include două traiectorii alternative pentru cursul de schimb al euro.** Prima se bazează pe cea de-a 25-a percentilă a distribuției care are la bază densitățile implicite, pentru cursul de schimb, calculate în mediu neutru la risc folosind opțiuni cu suport USD/EUR, ultimele date disponibile fiind anterioare datei de 12 noiembrie 2015. Această traiectorie implică o depreciere treptată a euro față de dolarul SUA la un curs de schimb de 0,99 USD/EUR în anul 2017, cu 8,1% sub nivelul proiecției de bază pentru anul respectiv.

Cea de-a doua traiectorie are la bază cea de-a 75-a percentilă a aceleiași distribuții și implică o apreciere treptată a euro față de dolarul SUA la un curs de schimb de 1,18 USD/EUR în anul 2017, cu 8,9% peste nivelul proiecției de bază pentru anul respectiv. Ipotezele corespunzătoare privind cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSEN-38) derivă din periodicități istorice, potrivit cărora modificările la nivelul cursului de schimb USD/EUR corespund unor variații ale cursului de schimb efectiv cu o elasticitate de aproximativ 52%. În cazul deprecierei, rezultatul este o divergență graduală în sens descendent a CSEN-38 față de nivelul proiecției de bază, până la un nivel cu 4,3% sub nivelul proiecției de bază în anul 2017. În cazul aprecierii, divergența în sens ascendent a CSEN-38 se situează la un nivel cu 4,5% mai ridicat decât cel din proiecțiile de bază pentru anul 2017.

**În ambele scenarii, rezultatele unor serii de modele macroeconomice elaborate de experți indică efecte relativ puternice asupra ritmului de creștere a PIB real și inflației calculate pe baza IAPC în anii 2016 și 2017.** Rezultatele deprecierei euro indică un nivel mai ridicat al inflației IAPC (în creștere cu 0,1-0,3 puncte procentuale în anul 2016 și cu 0,3-0,5 puncte procentuale în anul 2017) și o creștere mai mare a PIB real (cu 0,1-0,2 puncte procentuale în anul 2016 și cu 0,2-0,3 puncte procentuale în anul 2017). Având semn opus, rezultatele aprecierii euro sunt similare.

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.

## 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 Eurosistemului, întrucât au fost finalizate la momente diferite. În plus, proiecțiile utilizează 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 altor instituții disponibile în prezent sunt apropiate de punctul central al proiecțiilor experților Eurosistemului din luna decembrie 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 Eurosistemului	Decembrie 2015	1,5 [1,4-1,6]	1,7 [1,1-2,3]	1,9 [0,9-2,9]	0,1 [0,1-0,1]	1,0 [0,5-1,5]	1,6 [0,9-2,3]
Comisia Europeană	Noiembrie 2015	1,6	1,8	1,9	0,1	1,0	1,6
OCDE	Noiembrie 2015	1,5	1,8	1,9	0,1	0,9	1,3
Barometrul zonei euro	Noiembrie 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
Previziunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	Noiembrie 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,1	1,5
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză ( <i>Survey of Professional Forecasters</i> )	Noiembrie 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
FMI	Octombrie 2015	1,5	1,6	1,7	0,2	1,0	1,3

Sursa: Previziunile economice europene ale Comisiei Europene, toamna anului 2015; *IMF World Economic Outlook*, octombrie 2015; *OECD Economic Outlook*, noiembrie 2015; *Consensus Economics Forecasts*; *MJEconomics* și Sondajul 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 poștală: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefon: +49 69 1344 0

Website: <http://www.ecb.europa.eu>

Toate drepturile rezervate.

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