



PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR BCE – MARTIE 2015¹

1. PERSPECTIVELE ZONEI EURO: PREZENTARE GENERALĂ ȘI CARACTERISTICI PRINCIPALE

Redresarea economică a prezentat o ușoară ameliorare progresivă în semestrul II 2014 și, privind în perspectivă, se anticipează că mai mulți factori vor consolida activitatea economică în zona euro. În primul rând, scăderea pronunțată a cotațiilor petrolului va conduce la o creștere substanțială a veniturilor disponibile reale și se așteaptă ca populația să cheltuiască o pondere semnificativă din aceste câștiguri. În al doilea rând, pe parcursul orizontului de proiecție, activitatea economică în zona euro va fi tot mai mult sprijinită de consolidarea graduală a cererii externe și de impactul deprecierei euro.

Se anticipează, de asemenea, că măsurile de politică monetară adoptate recent de Consiliul guvernatorilor vor susține considerabil activitatea economică pe termen scurt și mediu. Se preconizează că cererea internă și, în special, formarea de capital fix vor beneficia de orientarea acomodativă a politicii monetare, îndeosebi de programul extins de achiziționare de active al BCE. Conform proiecțiilor, măsurile neconvenționale de politică monetară adoptate recent ar trebui să sprijine cererea internă ca urmare a impactului acestora asupra ratelor dobânzilor, cursului de schimb al euro și prețurilor acțiunilor, precum și prin intermediul altor canale financiare importante (Caseta 1).

Se așteaptă ca și alți factori interni să susțină activitatea economică pe parcursul orizontului de proiecție. Cererea internă ar trebui să beneficieze de condiții de creditare relativ mai puțin restrictive, după cum indică rezultatele recente ale sondajului asupra creditului bancar, care sugerează o relaxare netă a standardelor de creditare. Totodată, s-au diminuat efectele nefavorabile asupra investițiilor corporative generate de necesitatea reducerii gradului de îndatorare în sectorul corporativ. De asemenea, se anticipează că orientarea politicii fiscale se va menține neutră în cadrul orizontului de proiecție.

Cu toate acestea, este probabil ca impactul nefavorabil al unei serii de alți factori să se reducă numai progresiv. Spre deosebire de sectorul corporativ, gospodăriile populației și sectorul administrației publice nu au consemnat încă o inversare semnificativă de tendință în ceea ce privește gradul de îndatorare. De asemenea, evoluțiile de pe piața forței de muncă – deși au cunoscut, în general, o ameliorare – vor fi în continuare estompate de ratele ridicate ale șomajului, cu precădere în unele țări care se confruntă cu dificultăți. În același timp, preocupările legate de potențialul de creștere pe termen lung și de gradul încă înalt de neutilizare a capacităților de producție în mai multe țări vor inhiba în continuare cheltuielile de investiții.

Pe ansamblu, ritmul anual de creștere a PIB real este proiectat să se intensifice de la 0,9% în anul 2014 la 1,5% în 2015, la 1,9% în 2016 și la 2,1% în 2017. În schimb, se estimează că dinamica PIB potențial se va menține relativ modestă, întrucât contribuțiile din partea forței de muncă și a capitalului rămân scăzute ca urmare a nivelului ridicat al șomajului structural și a unei perioade prelungite

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

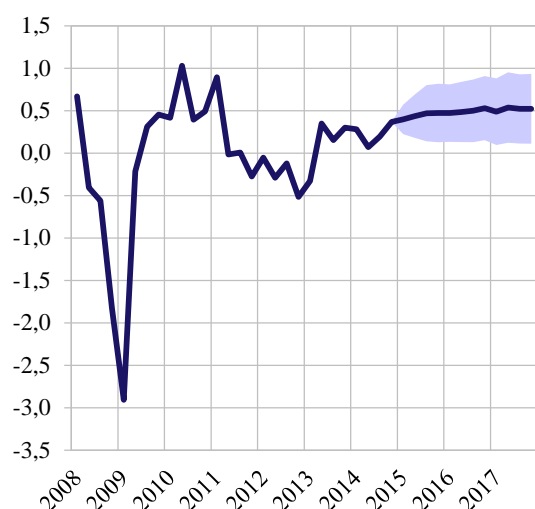
de trenare a investițiilor. Aceasta implică faptul că deviația negativă a PIB de la nivelul potențial se va închide pe parcursul orizontului de proiecție.

Graficul 1 Proiecții macroeconomice¹⁾

(date trimestriale)

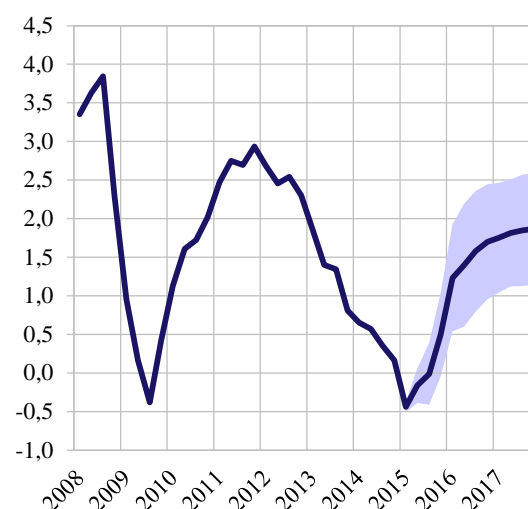
PIB real în zona euro²⁾

(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.

Reflectând în principal scăderea cotațiilor petrolului, ratele inflației IAPC au înregistrat valori negative în ultimele luni. Deprecierea euro a contrabalansat numai în mică măsură scăderea puternică a cotațiilor petrolului exprimate în dolari SUA. Dinamica prețurilor altor componente ale inflației IAPC s-a redus, de asemenea, ușor în ultimele luni.

Conform proiecțiilor, rata inflației IAPC se va situa, în medie, la 0% în 2015, dar va crește la 1,5% în 2016 și la 1,8% în 2017. Rata scăzută a inflației IAPC în anul 2015 reflectă contribuția negativă semnificativă a dinamicii prețurilor produselor energetice. Cu toate acestea, se prognozează atenuarea presiunilor în sensul scăderii exercitate de prețurile produselor energetice asupra inflației totale către finele anului 2015, pe măsură ce scăderile anterioare ale acestor prețuri sunt excluse treptat din variația anuală și având în vedere anticipațiile referitoare la majorarea prețurilor petrolului pe parcursul orizontului de proiecție, în concordanță cu panta crescătoare descrisă de curba cotațiilor *futures* ale petrolului. Ca urmare a tuturor acestor factori, se preconizează că prețurile produselor energetice vor avea o contribuție pozitivă la inflația totală în anii 2016 și 2017.

Deși este probabil ca panta ascendentă a ratei inflației în perioada 2015-2016 să fie explicată, în mare parte, de inversarea de tendință consemnată de prețurile produselor energetice, inflația IAPC exclusiv produse energetice este, de asemenea, proiectată să se intensifice, pe fondul redresării economiei. Această evoluție se datorează reducerii semnificative anticipate a deviației negative a PIB de la nivelul potențial, care, la rândul său, se reflectă în dinamica mai puternică atât a marjelor de profit, cât și a remunerării pe salariat. Conform proiecțiilor, scumpirea materiilor prime non-energetice, efectele indirecte ale majorării cotațiilor petrolului și efectele întârziate ale deprecierei euro vor contribui, de asemenea, la creșterea inflației IAPC exclusiv produse energetice.

INCLUDEREA MĂSURILOR NECONVENȚIONALE RECENTE DE POLITICĂ MONETARĂ ÎN PROIECȚII

După data-limită pentru proiecțiile publicate în luna decembrie 2014 au fost consemnate două evoluții noi cu privire la măsurile neconvenționale ale BCE. Prima a fost alocarea, la data de 11 decembrie 2014, a unei sume de aproximativ 130 de miliarde EUR în cadrul celei de-a doua operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung (OTRTL), cu o alocare cumulată de circa 212 miliarde EUR pe parcursul celor două licitații inițiale în care băncile au avut dreptul la o finanțare inițială. Alte șase OTRTL sunt planificate în continuare. Cea de-a doua evoluție a constituit-o decizia Consiliului guvernatorilor din data de 22 ianuarie 2015 de a lansa programul de achiziționare de active, care include și programele existente de achiziționare de titluri garantate cu active și de obligațiuni garantate. Achizițiile lunare cumulate se vor ridica la 60 de miliarde EUR. Se intenționează efectuarea acestor operațiuni până în luna septembrie 2016 și, în orice caz, până când se va constata o ajustare susținută a traiectoriei inflației care să fie în concordanță cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu.

Aceste două evoluții au condus la o regândire a abordării urmate, în general, în exercițiile de proiecție anterioare, pentru a lua în considerare impactul măsurilor neconvenționale de politică monetară asupra perspectivelor macroeconomice. În trecut, abordarea s-a bazat pe includerea în proiecții a impactului macroeconomic al măsurilor neconvenționale de politică monetară numai în măsura în care acestea au afectat deja ipotezele financiare tehnice bazate pe indicatori de piață (a se vedea Caseta 3 pentru informații generale), evoluție determinată prin intermediul cadrului de modelare standard utilizat în exercițiile de proiecție la data-limită. Această abordare implică riscul ignorării unor canale de transmisie care nu sunt captate integral de cadrul de modelare standard, dar a fost considerată adecvată în condițiile incertitudinii legate de volumul de lichiditate generat de banca centrală prin măsurile neconvenționale de politică monetară adoptate. Cu toate acestea, având în vedere evoluțiile recente ale politicii monetare, există în prezent mai multe informații despre volumul probabil de lichiditate generat de banca centrală prin aceste măsuri. Aceasta permite o evaluare mai precisă a impactului măsurilor asupra perspectivelor macroeconomice.

Abordarea urmată în exercițiile de proiecție anterioare a fost astfel completată prin includerea în proiecția actuală a impactului suplimentar al acestor măsuri prin intermediul canalelor de transmisie de natură financiară, precum canalul de reechilibrare a portofoliilor, unele canale ale așteptărilor și interacțiunile dintre economia reală și sectorul financiar. Aceste canale nu sunt, în mod normal, încorporate în cadrul de modelare standard utilizat în exercițiile de proiecție. Impactul canalelor suplimentare de transmisie de natură financiară asupra perspectivelor macroeconomice a fost calibrat pe baza instrumentelor econometrice care modelează în mod explicit astfel de canale. În consecință, exercițiul de proiecție din luna martie 2015 include o evaluare mai cuprinzătoare a efectelor măsurilor neconvenționale de politică monetară asupra perspectivelor macroeconomice.

2. ECONOMIA REALĂ

Se anticipează că dinamica cheltuielilor aferente consumului privat va rămâne vectorul principal al relansării activității economice. Consumul privat a consemnat o intensificare de ritm pe parcursul anului 2014, beneficiind de accelerarea dinamicii veniturilor disponibile reale ca urmare a majorării veniturilor salariale și nesalariale și a scăderii prețurilor produselor energetice. Acești factori ar trebui să susțină și dinamica veniturilor disponibile reale pe termen scurt. Pe termen mai lung, se așteaptă o dinamizare a veniturilor salariale, pe fondul intensificării ritmurilor de creștere aferente ocupării forței de muncă și câștigurilor salariale, o majorare a altor venituri personale fiind, de asemenea, preconizată odată cu redresarea economiei în ansamblu. Creșterea averii nete a gospodăriilor populației – reflectând atât majorări ale prețurilor activelor financiare în anul 2015, cât și noi ameliorări pe piețele imobiliare în perioada 2016-2017 –, precum și costurile scăzute de finanțare și relaxarea condițiilor de finanțare, consolidată substanțial de programul de achiziționare de active, alături de intensificarea dinamicii împrumuturilor acordate populației, ar trebui să sprijine, de asemenea, consumul privat. În ansamblu,

ritmul anual de creștere a consumului privat este proiectat a se situa, în medie, la 1,7% pe parcursul orizontului de proiecție.

Se așteaptă ca rata de economisire să prezinte o traiectorie boltită. Conform proiecțiilor, aceasta ar urma să înregistreze inițial o creștere în anul 2015 și, ulterior, o scădere. Această evoluție reflectă, în linii mari, faptul că o pondere semnificativă a câștigurilor din scăderea cotațiilor petrolului este inițial economisită. Pe lângă acest factor temporar, efecte contrare implică un nivel, în linii mari, nemodificat al ratei medii de economisire. Pe de o parte, randamentele foarte scăzute tind să descurajeze economisirile, iar ameliorarea încrederii consumatorilor, coroborată cu scăderea graduală a șomajului, ar putea diminua economisirile în scop preventiv. În plus, populația ar putea opta tot mai mult pentru achiziții majore amânate anterior, reducând rata economisirii. Pe de altă parte, se anticipează că necesitatea continuării procesului de reducere a gradului de îndatorare – în contextul unor niveluri, în linii mari, încă nemodificate ale datoriilor populației raportate la veniturile disponibile nominale – va menține o relativă presiune în sensul creșterii asupra economisirilor.

Este probabil ca perspectiva investițiilor rezidențiale să se amelioreze treptat. Se preconizează o redresare moderată începând cu anul 2015, susținută de ratele foarte scăzute la creditele ipotecare în majoritatea țărilor, de relaxarea condițiilor de finanțare, consolidată substanțial de programul de achiziționare de active, de dinamizarea creditării populației și de intensificarea dinamicii veniturilor disponibile. Pe fondul diminuării necesității unor ajustări pe piața imobiliară în unele țări, ar trebui să se consemneze o accelerare a investițiilor în obiective rezidențiale. Proiecția privind redresarea treptată a investițiilor în obiective rezidențiale se aplică la nivelul majorității țărilor, deși ritmul acesteia ar putea fi atenuat în unele țări, având în vedere nivelurile ridicate de îndatorare a populației. Cu toate acestea, se anticipează că factorii demografici nefavorabili vor începe să aibă un efect inhibitor în unele țări asupra activității de investiții pe acest segment către sfârșitul orizontului de proiecție.

Redresarea investițiilor corporative se va intensifica. Investițiile corporative și-au continuat redresarea modestă pe parcursul anului 2014, atenuată de gradul înalt de neutilizare a capacităților de producție și de persistența unor constrângeri privind oferta de credite în unele țări. Pe fondul disipării treptate a efectelor nefavorabile ale acestor factori, potrivit proiecțiilor, consolidarea cererii interne și a celei externe, necesitatea modernizării stocului de capital după mai mulți ani de investiții scăzute, orientarea acomodativă a politicii monetare, susținută de măsurile neconvenționale de politică monetară adoptate recent și, în special, de programul de achiziționare de active, și consolidarea marjelor de profit vor determina majorarea cheltuielilor de capital. În plus, în anul 2014, presiunile în direcția reducerii gradului de îndatorare a sectorului corporativ s-au diminuat, pe ansamblu, în zona euro și ar trebui să reprezinte într-o mai mică măsură o constrângere pentru investițiile corporative pe parcursul orizontului de proiecție față de perioada anterioară. Cu toate acestea, nivelurile îndatorării sectorului corporativ se mențin ridicate în unele țări, împiedicând o accelerare și mai puternică a investițiilor corporative.

Cererea externă adresată zonei euro este proiectată să se relanseze moderat pe fondul redresării activității economice la nivel mondial (a se vedea Caseta 2), susținând consolidarea exporturilor în afara zonei euro. Se anticipează că cererea externă se va consolida pe parcursul orizontului de proiecție, dar în măsură diferită de la o țară la alta, unele țări din zona euro fiind afectate mai vizibil decât altele, având în vedere expunerea la Rusia și la regiunea CSI. Totodată, conform proiecțiilor, cotele de piață deținute de exporturile zonei euro vor crește ușor datorită câștigurilor de competitivitate. Reflectând consolidarea cererii totale în zona euro, se consideră că importurile din afara zonei euro vor consemna o majorare treptată. În ansamblu, se prognozează o contribuție pozitivă, deși modestă, din partea exporturilor nete la creșterea PIB real. Având în vedere o relativă deteriorare a balanței comerciale, este probabil ca excedentul de cont curent să înregistreze o scădere marginală, reducându-se la 2,4% din PIB în anul 2017.

Caseta 2

CONTEXTUL INTERNAȚIONAL

Economia globală continuă să se redreseze treptat. Se anticipează că dinamica PIB real mondial (exceptând zona euro) se va accelera în cadrul orizontului de proiecție, de la 3,6% în anul 2014 la 3,8% în

anul 2015 și ușor peste 4% în perioada 2016-2017. Indicatorii globali și datele disponibile la nivel de țară indică o temperare a creșterii la sfârșitul anului 2014, deși se estimează să activitatea economică s-a menținut relativ robustă.

Privind în perspectivă, activitatea economică globală ar trebui să își continue redresarea treptată. Perspectivele globale sunt conturate de o serie de factori favorabili, printre care (i) o scădere semnificativă a prețurilor petrolului, care este considerată a fi determinată în principal de ofertă și ar trebui să aibă un efect pozitiv, pe ansamblu, asupra activității economice globale; și (ii) o redresare în continuare susținută și perspective economice robuste în Statele Unite. Cu toate acestea, există și unii factori nefavorabili, precum (i) repercusiunile negative ale șocului dublu exercitat de sancțiunile economice și de scăderea prețurilor petrolului asupra economiei ruse; (ii) fluctuațiile abrupte pe piețele valutare, datorate parțial politicilor monetare tot mai divergente; și (iii) valorile dezamăgitoare înregistrate de creșterea economică în unele economii de piață emergente, care au condus la revizuirii în sensul scăderii ale potențialului lor de creștere.

Reflectând factorii care conturează perspectivele globale, redresarea la nivel mondial este caracterizată de evoluții neuniforme atât în economiile de piață avansate, cât și în cele emergente. Economiiile avansate vor beneficia în continuare de atenuarea influențelor nefavorabile, reflectată, printre altele, de disiparea efectelor reducerii gradului de îndatorare, de o politică fiscală mai puțin restrictivă și de ameliorarea condițiilor pe piețele forței de muncă, în timp ce dificultățile de ordin structural nesoluționate și înăsprirea condițiilor financiare vor afecta în continuare creșterea economică în economiile de piață emergente.

Schimbările comerciale la nivel mondial s-au intensificat în semestrul II 2014, după nivelurile modeste înregistrate în semestrul I. Se estimează intensificarea acestora în continuare, pe parcursul orizontului de proiecție, deși într-un ritm foarte moderat, anticipându-se că elasticitatea acestora la activitatea economică va rămâne mai scăzută față de perioada anterioară crizei. Dinamica schimburilor comerciale mondiale (exceptând zona euro) este proiectată să se accelereze de la 2,9% în anul 2014 la 5,4% în 2017.

Reflectând efecte contrare, atât activitatea economică la nivel mondial, cât și cererea externă adresată zonei euro au fost revizuite marginal pentru anii 2015 și 2016, comparativ cu proiecțiile publicate în luna decembrie 2014.

Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

	Martie 2015				Decembrie 2014			Revizuirii față de luna decembrie 2014		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real mondial (exceptând zona euro)	3,6	3,8	4,2	4,1	3,6	4,0	4,2	0,0	-0,2	-0,1
Schimbările comerciale mondiale (exceptând zona euro) ¹⁾	2,9	3,9	5,1	5,4	2,7	3,9	5,2	0,2	0,0	-0,1
Cererea externă adresată zonei euro ²⁾	2,8	3,2	4,7	5,1	2,3	3,4	4,9	0,5	-0,1	-0,2

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 o îmbunătățire a condițiilor pe piața forței de muncă din zona euro pe parcursul orizontului de proiecție. Gradul de ocupare a forței de muncă a continuat să se redreseze pe parcursul anului 2014, crescând semnificativ mai rapid comparativ cu elasticitățile istorice ale ocupării la activitatea economică, ceea ce reflectă probabil efectele favorabile ale moderării anterioare a dinamicii câștigurilor salariale și ale reformelor recente pe piața forței de muncă. Conform estimărilor, populația ocupată își va continua redresarea. În raport cu activitatea economică, se preconizează că această evoluție va fi deosebit de puternică în țările în care au fost implementate reforme pe piața forței de muncă. Se prevede o creștere

relativă a numărului de ore lucrate pe persoană, reflectând tipare ciclice normale în unele țări și apariția unor blocaje la nivelul ofertei de forță de muncă în altele.

Se estimează că rata șomajului se va reduce în continuare. Numărul șomerilor este anticipat să scadă cu aproximativ 2,7 milioane pe parcursul orizontului de proiecție, atingând cel mai redus nivel de la jumătatea anului 2009. Această scădere reflectă impactul în sens descendent al creșterii populației ocupate (cu 4,2 milioane), care este compensat, într-o anumită măsură, de impactul unei forțe de muncă în creștere. Conform proiecțiilor, rata șomajului va scădea la 9,9% în 2017, de la 11,6% în 2014.

Perspectiva creșterii economice a fost revizuită substanțial în sensul creșterii, comparativ cu proiecțiile experților publicate în luna decembrie 2014. Pe lângă un efect de report mai pozitiv, datorat unei creșteri peste așteptări a PIB real în trimestrul IV 2014, revizuirile în sens ascendent reflectă, în mare parte, impactul favorabil al cotațiilor mai scăzute ale petrolului, deprecierea cursului de schimb efectiv al euro și efectele măsurilor neconvenționale de politică monetară recent adoptate de BCE.

Caseta 3

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

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna decembrie 2014, modificările ipotezelor tehnice includ prețuri în dolari SUA ale petrolului și ale materiilor prime non-energetice considerabil mai scăzute, deprecierea cursului de schimb efectiv al euro și rate ale dobânzilor pe termen lung mai reduse în zona euro.

Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței, data-limită fiind 11 februarie 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 0,1% în anii 2015 și 2016 și la 0,2% 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 1,6% în 2017.¹ 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 de referință de 11 februarie, se anticipează că prețul țițeiului Brent va scădea de la 99,3 USD/baril în anul 2014 la 58,5 USD/baril în anul 2015, urmând să crească la 66,8 USD/baril în 2016 și la 70,7 USD/baril în 2017. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor reduce semnificativ în anul 2015 și se vor majora în anii 2016 și 2017.² 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 11 februarie. Această ipoteză presupune un curs de schimb de 1,14 USD/EUR în anul 2015 și de 1,13 USD/EUR în anii 2016 și 2017.

Ipoze tehnice

	Martie 2015				Decembrie 2014			Revizuirii față de luna decembrie 2014 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Prețul petrolului (în USD/baril)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
Cursul de schimb USD/EUR	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE19) (variații procentuale anuale)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

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 I 2016, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială. Prețurile producției agricole din UE (exprimate în euro), care sunt utilizate pentru previziunile privind prețurile de consum ale alimentelor, sunt proiectate pe baza unui model econometric care ține cont de evoluțiile prețurilor materiilor prime alimentare pe piețele internaționale.

3. PREȚURI ȘI COSTURI

Este probabil ca evoluțiile la nivelul prețurilor materiilor prime și al cursului de schimb să joace un rol esențial în stabilirea profilului inflației în zona euro pe parcursul orizontului de proiecție. Se estimează că recenta scădere accentuată a prețului țițeiului va avea un impact puternic în sens descendent asupra dinamicii prețurilor produselor energetice în 2015, acesta fiind atenuat numai într-o mică măsură de recenta depreciere a euro. Evoluțiile modeste ale prețurilor materiilor prime non-energetice implică presiuni în sensul scăderii asupra dinamicii prețurilor de consum din zona euro, inclusiv prin intermediul prețurilor de import, altele decât cele pentru petrol. Începând cu anul 2016, se consideră că evoluțiile prețurilor externe sporesc presiunile în sensul creșterii asupra inflației în zona euro. În anul 2016, panta puternic ascendentă a inflației IAPC este justificată, într-o măsură semnificativă, de estomparea efectelor în sensul scăderii generate de reducerile anterioare ale prețurilor petrolului, combinată cu efectele în sensul creșterii determinate de majorările anticipate ale prețurilor petrolului, care vor persista, conform proiecțiilor, în 2017 și care reflectă panta ascendentă a curbei descrise de cotațiile *futures* ale petrolului. În plus, este probabil ca scumpirea materiilor prime non-energetice, consolidarea cererii globale și efectele întârziate ale deprecierei recente a euro să conducă la o creștere semnificativă a deflatorului importurilor în perioada 2015-2016.

Tabelul 1 Proiecții macroeconomice pentru zona euro¹⁾

(variații procentuale anuale)

	Martie 2015				Decembrie 2014			Revizuirii față de luna decembrie 2014 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,1	0,8	1,0	1,5	0,1	0,5	0,4
		[1,1 - 1,9] ⁴⁾	[0,8 - 3,0] ⁴⁾	[0,9 - 3,3] ⁴⁾	[0,7 - 0,9] ⁴⁾	[0,4 - 1,6] ⁴⁾	[0,4 - 2,6] ⁴⁾			
Consumul privat	1,0	1,8	1,6	1,6	0,8	1,3	1,2	0,2	0,5	0,4
Consumul administrațiilor publice	0,9	1,0	0,6	0,8	0,9	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
Formarea brută de capital fix	0,9	1,7	4,1	4,6	0,7	1,4	3,2	0,3	0,4	0,9
Exporturi ⁵⁾	3,6	4,1	5,1	5,5	3,2	3,2	4,8	0,4	0,9	0,4
Importuri ⁵⁾	3,6	4,3	5,5	5,8	3,3	3,7	4,9	0,4	0,6	0,6
Ocuparea forței de muncă	0,5	0,9	0,9	0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,4
Rata șomajului (% din forța de muncă)	11,6	11,1	10,5	9,9	11,6	11,2	10,9	0,0	-0,2	-0,4
IAPC	0,4	0,0	1,5	1,8	0,5	0,7	1,3	0,0	-0,8	0,2
		[-0,3 - 0,3] ⁴⁾	[0,8 - 2,2] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾	[0,5 - 0,5] ⁴⁾	[0,2 - 1,2] ⁴⁾	[0,6 - 2,0] ⁴⁾			
IAPC exclusiv produse energetice	0,7	0,8	1,4	1,8	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	0,1
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	0,8	0,8	1,3	1,7	0,8	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte ⁶⁾	0,7	0,8	1,3	1,7	0,7	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
Costul unitar cu forța de muncă	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	-0,1	0,0	0,2
Remunerarea pe salariat	1,5	1,7	2,0	2,3	1,6	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,2
Productivitatea muncii	0,4	0,6	1,0	1,1	0,5	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0
Soldul bugetar al administrațiilor publice (% în PIB)	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	0,2	0,3
Soldul bugetar structural (% în PIB) ⁷⁾	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	-2,1	-2,1	-2,0	0,2	0,3	0,3
Datoria publică brută (% în PIB)	91,7	91,4	89,8	87,9	92,0	91,8	91,1	-0,2	-0,4	-1,3
Soldul contului curent (% în PIB)	2,5	2,7	2,5	2,4	2,1	2,2	2,4	0,4	0,5	0,1

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).

Ameliorarea condițiilor pe piața forței de muncă și scăderea deficitului de cerere agregată implică intensificarea presiunilor interne asupra prețurilor pe parcursul orizontului de proiecție. Conform proiecțiilor, creșterea continuă a gradului de ocupare a forței de muncă și o relativă reducere a ratei șomajului vor susține intensificarea treptată a dinamicii remunerării pe salariat, de la 1,5% în 2014 la 2,3% în 2017, ratele ridicate ale șomajului și procesele reziduale de ajustare a competitivității costurilor din unele țări ale zonei euro împiedicând un reviriment mai solid. În același timp, se estimează că impactul în sensul scăderii al efectelor de runda a doua ale scăderii abrupte a cotațiilor petrolului asupra salariilor va fi limitat. Această estimare se bazează pe rigiditățile în sensul scăderii la nivelul salariilor și pe faptul că impactul exercitat prin intermediul sistemelor automate de indexare a salariilor ar trebui să fie redus, întrucât aceste sisteme se aplică îndeosebi ajustărilor în sens ascendent și, într-o serie de țări, acestea au fost temporar suspendate sau domeniul lor de aplicare a fost redus considerabil.

Se preconizează că marjele de profit (determinate ca diferența dintre deflatorul PIB la costul factorilor și ritmul de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă) vor crește considerabil pe parcursul orizontului de proiecție, pe fondul accelerării redresării. Se estimează că acestea vor constitui motorul principal al intensificării presiunilor asupra costurilor interne. După o ușoară scădere anticipată în anul 2015, este probabil ca marjele de profit să crească pe parcursul orizontului de proiecție rămas, date fiind creșterea semnificativă a productivității și consolidarea activității economice.

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna decembrie 2014, proiecția pentru inflația IAPC a fost revizuită substanțial în sensul scăderii pentru anul 2015, și ușor în sensul creșterii pentru anul 2016. Inflația totală a fost revizuită în sensul scăderii cu 0,8 puncte procentuale pentru anul 2015, comparativ cu exercițiul de proiecție anterior. Aceasta reflectă, în principal, prețuri în dolari SUA ale petrolului mai scăzute decât cele anticipate anterior, care sunt compensate numai într-o mică măsură de deprecierea euro față de dolarul SUA. Revizuirea în sensul scăderii a inflației IAPC, exclusiv produse energetice, în 2015, se ridică la 0,2 puncte procentuale și se referă la erori de prognoză anterioare, reflectând, printre alți factori, efectele indirecte ale scăderii prețurilor petrolului asupra prețurilor bunurilor și serviciilor. Pentru anul 2016, inflația IAPC a fost revizuită în sensul creșterii cu 0,2 puncte procentuale. Revizuirea în sensul creșterii reflectă perspectivele mai favorabile privind creșterea economică, efectele întârziate ale deprecierei euro și curba mai abruptă a cotațiilor *futures* ale petrolului. Măsurile de politică monetară neconvenționale adoptate recent, în special programul de achiziționare de active, au contribuit la această revizuire în sensul creșterii a inflației prin mai multe canale.

4. PERSPECTIVELE FISCALE

Orientarea politicii fiscale, măsurată ca variație a soldului primar ajustat ciclic, este proiectată să fie, în linii mari, neutră în cadrul orizontului de proiecție. Aceasta reflectă o creștere moderată a cheltuielilor publice în raport cu dinamica PIB potențial, care se estimează a fi, în linii mari, compensată de reducerea impozitelor în unele țări. Impactul pozitiv al stabilizatorilor fiscali automați asupra cererii interne se va diminua în timp, pe fondul redresării economiei.²

Pe parcursul orizontului de proiecție, se prognozează scăderea treptată a ponderii deficitului bugetar și datoriei publice în PIB. Scăderea ponderii deficitului bugetului general consolidat în PIB este susținută de ameliorarea ciclică a economiei zonei euro. Se preconizează o ușoară îmbunătățire a soldului bugetar structural în cadrul orizontului de proiecție, reflectând, în principal, economisiri la nivelul plăților dobânzilor datorate scăderii ratei implicite a dobânzii. Se prognozează că ponderea datoriei publice în PIB va fi atins un nivel maxim în anul 2014, urmând să scadă pe parcursul orizontului de proiecție pe seama ameliorării soldurilor bugetare, a consolidării creșterii economice și a ratelor scăzute ale dobânzilor.

² Ipotezele privind politica fiscală reflectă informațiile incluse în legile bugetului pentru anul 2015 și în proiectele naționale de buget pe termen mediu care erau disponibile la data de 20 februarie 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.

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna decembrie 2014, perspectivele fiscale au cunoscut o îmbunătățire. În absența unor noutăți majore privind politicile fiscale, revizuirea modestă în sens ascendent a soldului bugetului consolidat se datorează, în principal, îmbunătățirii perspectivelor economice și reducerii plăților dobânzilor ca urmare a scăderii în continuare a costurilor datoriei suverane. Perspectivele privind datoria publică au consemnat, de asemenea, o ameliorare ca urmare a revizuirii favorabile a diferențialului dintre rata dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB și, într-o măsură mai mică, a soldului primar.

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

Ipotezele tehnice preconizează o majorare a prețurilor petrolului în cadrul orizontului de proiecție. Această traiectorie este în concordanță cu redresarea cererii mondiale de petrol, pe fondul dinamizării economiei mondiale, și cu reducerea ușoară a ofertei de petrol ca urmare a investițiilor insuficiente și a pierderii de capacități de producție în unele țări producătoare de petrol.

Totuși, într-un scenariu alternativ, prețurile petrolului ar putea, de asemenea, să se mențină, în linii mari, la nivelul actual în cadrul întregului orizont de proiecție, devinând tot mai mult de la ipotezele privind prețurile petrolului din proiecția de bază. O astfel de traiectorie ar fi în concordanță cu oferta de petrol în continuare ridicată și cu redresarea modestă a cererii la nivel mondial. Pe baza unor modele macroeconomice elaborate de experții BCE, s-a estimat că traiectoria plată a prețurilor petrolului ar conduce la o rată a inflației IAPC în zona euro cu aproximativ 0,1-0,2 puncte procentuale sub proiecția de bază pentru anul 2015 și cu 0,3-0,6 puncte procentuale sub proiecția de bază pentru anul 2016. În anul 2017, inflația IAPC s-ar situa cu circa 0,2-0,3 puncte procentuale sub proiecția de bază. Totodată, traiectoria alternativă a prețurilor petrolului ar sprijini dinamica PIB real cu aproximativ 0,1-0,2 puncte procentuale atât în anul 2016, cât și în anul 2017.

2) O traiectorie alternativă a cursului de schimb

Deși proiecția de bază ia în considerare un curs de schimb efectiv al euro nemodificat până la sfârșitul orizontului de proiecție, ar putea fi prevăzut un scenariu în care o depreciere suplimentară a euro ar putea rezulta ca urmare a diferențelor dintre perspectivele de creștere în zona euro și în Statele Unite. Un astfel de scenariu ar fi în concordanță cu anticipațiile privind persistența unor orientări diferite ale politicilor monetare în cele două spații economice. O traiectorie alternativă pentru euro, care presupune o depreciere suplimentară, a fost derivată din cea de-a 25-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 februarie 2015. Această traiectorie implică o depreciere treptată a euro față de dolarul SUA la un curs de schimb de 1,04 în 2017, situat cu 8,8% sub nivelul proiecției de bază pentru anul respectiv. Ipotezele corespunzătoare privind cursul de schimb nominal efectiv al euro reflectă periodicități istorice, iar modificările la nivelul cursului de schimb USD/EUR se referă la variații ale cursului de schimb efectiv cu o elasticitate de aproximativ 52%, determinând o divergență graduală a cursului de schimb efectiv al euro față de proiecția de bază, până la un nivel inferior acesteia cu 4,8% în anul 2017. În acest scenariu, rezultatele unei serii de modele macroeconomice elaborate de experții BCE indică o creștere mai mare a PIB real (0,1-0,3 puncte procentuale) și o rată mai ridicată a inflației IAPC (0,1-0,4 puncte procentuale) în anii 2015, 2016 și 2017.

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. De asemenea, există diferențe între prognoze în ceea ce privește metodele de ajustare cu numărul zilelor lucrătoare (a se vedea tabelul).

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	Martie 2015	1,5 [1,1-1,9]	1,9 [0,8-3,0]	2,1 [0,9-3,3]	0,0 [-0,3-0,3]	1,5 [0,8-2,2]	1,8 [1,0-2,6]
Comisia Europeană	Februarie 2015	1,3	1,9	-	-0,1	1,3	-
OCDE	Noiembrie 2014	1,1	1,7	-	0,6	1,0	-
Barometrul zonei euro	Februarie 2015	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
Previziunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	Februarie 2015	1,2	1,6	-	-0,1	1,1	-
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	Februarie 2015	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
FMI	Ianuarie 2015	1,2	1,4	-	0,9	1,2	-

Sursa: Previziunile economice ale Comisiei Europene, iarna anului 2015; *IMF World Economic Outlook*, actualizarea din ianuarie 2015 (PIB); *IMF World Economic Outlook*, octombrie 2014; *OECD Economic Outlook*, noiembrie 2014; previziunile *Consensus Economics Forecasts*; *MJEconomics* și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*).

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

Conform prognozelor puse în prezent la dispoziție de alte instituții, proiecțiile pentru dinamica PIB real în zona euro și pentru inflația IAPC sunt similare proiecțiilor experților BCE sau ușor inferioare acestora.

© 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.