

Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului, decembrie 2016¹

Potrivit proiecțiilor, redresarea activității economice în zona euro va continua, în linii mari în concordanță cu proiecțiile din luna septembrie 2016. Se preconizează că redresarea globală anticipată și reziliența cererii interne, susținute de orientarea foarte acomodativă a politicii monetare, progresele anterioare înregistrate în reducerea gradului de îndatorare la nivelul tuturor sectoarelor și ameliorarea în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă vor sprijini redresarea economică pe parcursul orizontului de proiecție. Se estimează că PIB real va înregistra o creștere anuală de 1,7% în 2016 și 2017 și de 1,6% în 2018 și 2019.

Conform proiecțiilor, inflația IAPC se va majora semnificativ de la 0,2% în 2016 la 1,3% în 2017, 1,5% în 2018 și 1,7% în 2019, fiind impulsionată îndeosebi pe termen scurt de inversarea prețurilor petrolului. De asemenea, pe fondul reducerii treptate a decalajului dintre cerere și ofertă pe piața forței de muncă, creșterea salariilor și a costurilor unitare cu forța de muncă ar trebui să consolideze, de asemenea, inflația IAPC pe parcursul orizontului de proiecție.

1 Economia reală

În trimestrul III 2016, PIB real a crescut cu 0,3%, fiind sprijinit de cererea internă. Potrivit informațiilor disponibile pentru trimestrul III, consumul privat și formarea de capital fix au avut o contribuție pozitivă la activitatea economică, în timp ce creșterea exporturilor a fost inferioară celei a importurilor, generând o contribuție negativă din partea exporturilor nete. Condițiile pe piața forței de muncă au continuat să se amelioreze în ultimele luni, pe fondul unui avans neanticipat al gradului de ocupare a forței de muncă și al unor scăderi peste așteptări ale ratelor șomajului. Încrederea a continuat să se îmbunătățească la nivelul tuturor sectoarelor și al tuturor țărilor, sugerând o creștere economică robustă pe termen scurt.

¹ Proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului 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 the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, BCE, iulie 2016, disponibil pe website-ul BCE. Data-limită pentru includerea ipotezelor tehnice, precum prețurile petrolului și cursurile de schimb, a fost 17 noiembrie 2016 (Caseta 2). Data-limită pentru includerea altor informații în cadrul acestui exercițiu a fost 24 noiembrie 2016. Exercițiul actual de proiecție macroeconomică se referă la perioada 2016-2019. 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.

Pe parcursul orizontului de proiecție, se estimează că PIB real va înregistra o creștere de 1,7% în 2016 și 2017 și de 1,6% în 2018 și 2019. Conform proiecțiilor, reziliența cererii interne va rămâne elementul principal al creșterii PIB real, fiind susținută de orientarea foarte acomodativă a politicii monetare a BCE. Se preconizează că dinamica exporturilor se va intensifica treptat pe seama redresării globale progresive anticipate, conducând la o ameliorare treptată a contribuției exporturilor nete pe parcursul orizontului de proiecție.

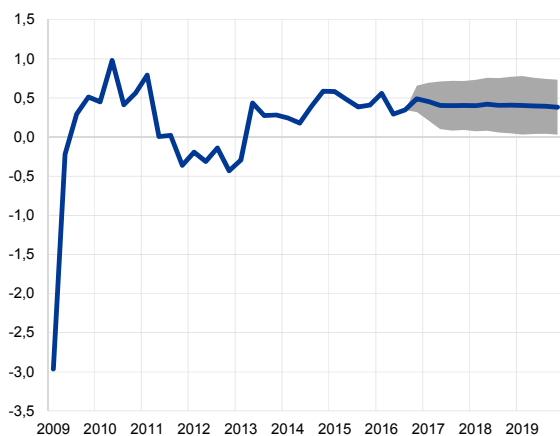
Graficul 1

Proiecții macroeconomice¹⁾

(date trimestriale)

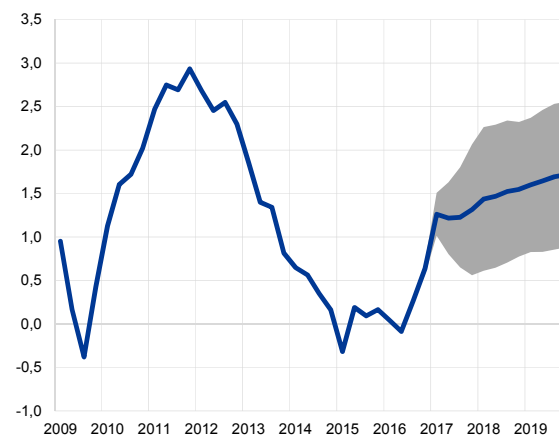
PIB real în zona euro²⁾

(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.

Conform proiecțiilor, cheltuielile aferente consumului privat își vor menține, în linii mari, ritmul pe parcursul orizontului de proiecție. Încrederea consumatorilor a cunoscut o nouă îmbunătățire în ultimele luni, pe fondul ameliorării anticipațiilor economice generale și al anticipațiilor financiare individuale mai favorabile.

Perspectivile pe termen mediu ale dinamicii veniturilor disponibile nominale rămân pozitive. Se preconizează o majorare a contribuției din partea remunerațiilor și a salariilor brute pe parcursul intervalului de proiecție, gradul mai scăzut de ocupare a forței de muncă fiind mai mult decât compensat de o accelerare mai puternică a remunerării pe salariat. Dinamica altor venituri personale este proiectată a se consolida, reflectând, în linii mari, profilul profiturilor, în timp ce contribuția transferurilor fiscale nete ar trebui să fie ușor negativă. Totodată, conform anticipațiilor, ritmul de creștere a veniturilor disponibile reale se va decelera în anul 2017, ca urmare a revigorării dinamicii prețurilor de consum, și se va menține ulterior la același nivel.

Ameliorarea condițiilor de creditare bancară, consolidată de măsurile de politică monetară ale BCE, ar trebui să sprijine expansiunea consumului

privat. Deși ratele scăzute ale dobânzilor au afectat atât încasările din dobânzi, cât și plățile de dobânzi ale gospodăriilor private, resursele tind să fie redistribuite de la deponenții neți la debitorii neți. Întrucât aceștia din urmă au, de regulă, o înclinație marginală mai pronunțată spre consum, această redistribuire ar trebui să sprijine în continuare consumul privat agregat. În plus, progresele înregistrate în reducerea gradului de îndatorare și creșterea preconizată a avuției nete a gospodăriilor populației, ca urmare a unor noi majorări prognozate ale prețurilor locuințelor, ar trebui să susțină, de asemenea, consumul. Pe ansamblu, ritmul anual de creștere a consumului privat este proiectat a înregistra o decelerare modestă de la 1,7% în anul 2016 la 1,5% atât în 2017, cât și în 2018 și la 1,4% în 2019.

Se anticipează scăderea ratei de economisire până la jumătatea anului 2017 și menținerea acesteia, în linii mari, stabilă în perioada următoare. Potrivit estimărilor, rata de economisire s-a majorat de la jumătatea anului 2015, cel mai probabil datorită faptului că gospodăriile populației au economisit o parte a câștigurilor neanticipate generate de scăderea anterioară a prețurilor petrolului. Se preconizează că acest efect va fi temporar, corecția sa fiind anticipată a implica o scădere a ratei de economisire pe parcursul anului 2017. Pentru restul orizontului de proiecție este prognozată o stagnare a ratei de economisire: reducerea șomajului, ameliorarea condițiilor de creditare și ratele scăzute ale dobânzilor ar tinde să diminueze rata de economisire în unele țări, în timp ce necesitatea încă existentă a reducerii gradului de îndatorare și netezirea prociclică a consumului ar conduce la majorarea acesteia.

Caseta1

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

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna septembrie 2016, modificările ipotezelor tehnice se referă la o majorare a ratelor dobânzilor, o creștere a prețurilor în dolari SUA ale petrolului și o ușoară apreciere a cursului de schimb efectiv al euro. Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței, data-limită pentru includerea ultimelor informații fiind 17 noiembrie 2016. 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 -0,3% în 2016 și 2017, la -0,2% în 2018 și la 0,0% în 2019. Anticipațiile pieței cu privire la randamentele nominale ale obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani din zona euro indică un nivel mediu de 0,8% în anul 2016, 1,2% în 2017, 1,5% în 2018 și 1,7% în 2019.² 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 creștere modestă în anul 2017 și se vor majora în continuare în 2018 și 2019. Referitor la prețurile

² 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.

materiilor prime, pe baza traiectoriei implicite de pe piețele *futures*, calculată cu ajutorul mediei aferente perioadei de două săptămâni anterioare datei-limită de 17 noiembrie, se anticipează că prețul țițeiului Brent se va reduce de la 52,4 USD/baril în anul 2015 la 43,1 USD/baril în 2016, urmând să crească la 49,3 USD în 2017, 52,6 USD în 2018 și 54,6 USD în 2019, niveluri mai ridicate, în medie, cu aproximativ 2 USD/baril în perioada 2017-2018 față de proiecțiile din luna septembrie 2016. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor reduce ușor în anul 2016 și vor înregistra o creștere în anul 2017 și ulterior.³ 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 17 noiembrie. Această ipoteză presupune un curs de schimb mediu de 1,11 USD/EUR în anul 2016 și de 1,09 USD/EUR în perioada 2017-2019, față de 1,11 USD/EUR în proiecțiile din luna septembrie 2016. Cursul de schimb efectiv al euro (față de 38 de parteneri comerciali) este mai apreciat cu 0,2% în anul 2016 și cu 0,4% în 2017 și 2018 comparativ cu cel anticipat în exercițiul de proiecție din luna septembrie.

Ipoteze tehnice

	Decembrie 2016				Septembrie 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	0,8	1,2	1,5	1,7	0,7	0,6	0,8
Prețul petrolului (în USD/baril)	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	47,4	50,6
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	-4,0	6,6	3,8	4,5	-3,0	5,3	4,2
Cursul de schimb USD/EUR	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,11	1,11
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE38) (variații procentuale anuale)	3,8	0,1	0,0	0,0	3,6	-0,1	0,0

Se așteaptă expansiunea în continuare a investițiilor în obiective rezidențiale în zona euro. Se anticipează că accelerarea prognozată a creșterii veniturilor disponibile nominale, ratele foarte scăzute ale dobânzilor la creditele ipotecare și oportunitățile limitate privind alte investiții vor sprijini redresarea susținută a investițiilor în obiective rezidențiale. Aceste perspective favorabile ale investițiilor în obiective rezidențiale sunt indicate, de asemenea, de creșterea numărului de autorizații de construcție și de sporirea cererii de împrumuturi pentru achiziția de locuințe în contextul ameliorării condițiilor de creditare bancară, îndeosebi prin intermediul unor marje mai scăzute la creditele standard. În plus, procesele de ajustare pe piețele imobiliare ale unor țări par să se fi încheiat, iar prețurile locuințelor au început să se majoreze. Cu toate acestea, se anticipează că efectul inhibitor al nivelurilor ridicate ale șomajului și ale îndatorării populației din unele țări asupra investițiilor în obiective rezidențiale se va diminua numai treptat. În alte țări, nivelurile deja ridicate ale investițiilor în obiective rezidențiale în raport cu veniturile

³ 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 2017, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială.

disponibile și cu evoluțiile demografice nefavorabile afectează creșterea acestor investiții.

Se anticipează că investițiile corporative vor înregistra o creștere constantă.

Conform proiecțiilor, o serie de factori vor sprijini evoluția investițiilor corporative: încrederea sectorului corporativ continuă să se îmbunătățească pe seama anticipațiilor favorabile privind producția, a creșterii numărului de comenzi și a inversării anticipațiilor privind prețurile de vânzare; gradul de utilizare a capacităților de producție se situează deja la cel mai înalt nivel înregistrat de la jumătatea anului 2008; condițiile de finanțare se mențin deosebit de favorabile, fiind consolidate de măsurile neconvenționale de politică monetară ale BCE; se estimează că cererea internă se va menține robustă, iar cererea externă se va consolida; a apărut necesitatea de a moderniza stocul de capital după mai mulți ani de investiții scăzute; și se anticipează creșterea marjelor de profit în contextul unui nivel deja ridicat al lichidității în sectorul societăților nefinanciare. De asemenea, redresarea puternică consemnată de prețurile acțiunilor în ultimii ani și expansiunea moderată a finanțării prin emisiuni de titluri de natura datoriei au adus gradul de îndatorare (ponderea datoriei în totalul activelor) a sectorului societăților nefinanciare în apropierea nivelurilor minime istorice. Cu toate acestea, revigorarea investițiilor corporative va fi frânată în continuare de rigiditățile de pe piața bunurilor și serviciilor și de anticipațiile privind o creștere mai redusă a PIB potențial.

Exporturile în afara zonei euro sunt proiectate a se accelera pe parcursul orizontului de proiecție, în linii mari în concordanță cu cererea externă.

Se anticipează că cererea externă va cunoaște o intensificare începând cu finele anului 2016, pe fondul creșterii cererii de importuri atât în economiile de piață dezvoltate, cât și în cele emergente (inclusiv în Rusia și Brazilia). Cu toate acestea, se preconizează că dinamica redusă a importurilor în Regatul Unit va împiedica un avans mai puternic al cererii externe adresate zonei euro. Pe ansamblu, ritmurile proiectate de creștere a cererii externe se vor menține mult inferioare celor consemnate în perioada anterioară crizei.⁴ Se estimează că dinamica exporturilor în afara zonei euro se va accelera începând cu trimestrul IV 2016, reflectând, în linii mari, ritmul cererii externe. Conform anticipațiilor, ritmul de creștere a importurilor din afara zonei euro va fi ușor mai rapid decât cel al exporturilor în afara zonei euro, în concordanță cu elasticitatea istorică a acestora în raport cu cererea totală. Contribuția exporturilor nete la creșterea PIB real este așteptată să devină mai favorabilă pe parcursul orizontului de proiecție. Se anticipează că excedentul de cont curent se va menține constant la aproximativ 3,1% din PIB.

⁴ A se vedea IRC Trade Task Force, „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?”, *Occasional Paper Series*, nr. 178, BCE, septembrie 2016.

Caseta 2

Contextul internațional

Se anticipează o consolidare a activității economice la nivel mondial în cadrul orizontului de proiecție. Datele publicate ulterior exercițiului de proiecție precedent par să confirme această evaluare pentru semestrul II 2016, sugerând o creștere relativ stabilă în economiile dezvoltate și o ușoară îmbunătățire în economiile de piață emergente. Privind în perspectivă, se preconizează consolidarea în continuare a activității economice la nivel mondial, deși ritmul acesteia se va menține sub cel înregistrat în perioada anterioară crizei. Perspectivele economiilor de piață dezvoltate și ale celor emergente sunt în continuare mixte. Persistența politicilor, în linii mari, acomodative și ameliorarea condițiilor pe piețele forței de muncă ar trebui să sprijine activitatea economică în Statele Unite, în timp ce în Japonia se anticipează un ritm moderat de expansiune economică, iar incertitudinile sporite sunt prognozate a afecta perspectivele de creștere pe termen mediu a economiei Regatului Unit. De asemenea, este probabil ca încetinirea în continuare a creșterii economice a Chinei să influențeze perspectivele economice ale altor economii de piață emergente, deși, privind în perspectivă, atenuarea progresivă a recesiunii profunde consemnate în unele țări mari exportatoare de materii prime rămâne o sursă de susținere pentru creșterea economică la nivel mondial.

Se așteaptă, de asemenea, o intensificare relativă a dinamicii schimburilor comerciale mondiale în semestrul II 2016, după încetinirea consemnată în semestrul I. Exceptând zona euro, importurile globale au fost revizuite în sens ușor ascendent pentru semestrul I 2016, indicatorii disponibili relevând semnale pozitive privind perspectivele pe termen scurt. Pe termen mediu, se anticipează o consolidare a schimburilor comerciale la nivel mondial, favorizată de redresarea activității economice pe plan global. Se estimează că ritmul de creștere a cererii externe adresate zonei euro se va intensifica cu 1,5% în anul 2016, 2,4% în 2017, 3,4% în 2018 și 3,6% în 2019.

Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

	Decembrie 2016				Septembrie 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
PIB real mondial (exceptând zona euro)	3,0	3,5	3,7	3,8	3,0	3,5	3,7
Schimburi comerciale mondiale (exceptând zona euro) ¹⁾	0,9	2,8	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7
Cererea externă adresată zonei euro ²⁾	1,5	2,4	3,4	3,6	1,6	2,6	3,5

1) Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

Comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2016, perspectivele redresării mondiale și ale cererii externe au cunoscut puține modificări.

Conform proiecțiilor, deviația negativă a PIB de la nivelul potențial se va închide până la finele orizontului de proiecție, reflectând numai o creștere potențială moderată. Creșterea PIB potențial este estimată a se menține scăzută pe parcursul orizontului de proiecție, cu mult sub nivelul de circa 1,7% înregistrat în perioada anterioară crizei. Ritmul modest de creștere a PIB potențial reflectă îndeosebi o contribuție relativ scăzută din partea capitalului, după o perioadă

prelungită în care investițiile au fost foarte reduse. Potrivit proiecțiilor, contribuția din partea forței de muncă se va majora ușor, reflectând creșterea populației în vârstă de muncă și o mai mare participare pe piața forței de muncă pe seama reformelor structurale. Cu toate acestea, ca urmare a îmbătrânirii populației, contribuția din partea forței de muncă se va menține relativ inferioară mediei consemnate în perioada anterioară crizei. Întrucât creșterea efectivă este estimată a fi mult superioară traiectoriei moderate a creșterii potențiale, deviația negativă a PIB de la nivelul potențial se va reduce constant și se va închide până la finele orizontului de proiecție.

Condițiile pe piața forței de muncă din zona euro ar trebui să se amelioreze în continuare pe parcursul orizontului de proiecție. Se anticipează majorarea în continuare a gradului de ocupare a forței de muncă pe parcursul orizontului de proiecție, deși într-un ritm mai puțin rapid decât cel din ultimele trimestre. Pe termen scurt, aceasta reflectă cu precădere o normalizare, pe fondul disipării unor factori favorabili temporari, iar pentru restul orizontului de proiecție, ipoteza potrivit căreia deficitele pe piața forței calificate de muncă vor exercita constrângeri mai puternice în unele părți ale zonei euro. Aceste evoluții ale ocupării forței de muncă presupun un avans al dinamicii productivității muncii de la 0,3% în anul 2016 la 0,9% în 2019, în concordanță cu tiparul obișnuit de evoluție prociclică, pe fondul gradului mai ridicat de utilizare a capitalului și a forței de muncă, al majorării numărului de ore lucrate pe persoană ocupată și al unor creșteri ale productivității totale a factorilor de producție. Se estimează o scădere a ratei șomajului, deși într-un ritm mai lent decât în perioada recentă, încetinirea dinamicii ocupării forței de muncă fiind mai puternică decât cea a forței de muncă.

Comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2016, perspectivele privind creșterea PIB real au fost revizuite în sens ușor ascendent pe termen scurt și sunt, în linii mari, nemodificate pentru perioada ulterioară. Îmbunătățirea perspectivelor pe termen scurt reflectă performanțele mai favorabile ale unor indicatori pe termen scurt și evoluțiile pozitive neprevăzute recente pe piața forței de muncă și pe cea imobiliară.

2 Prețuri și costuri

Conform proiecțiilor, inflația IAPC se va majora semnificativ de la 0,2% în anul 2016 la 1,3% în 2017, crescând în continuare la 1,5% în 2018 și la 1,7% în 2019. Se anticipează că aproximativ patru cincimi din creșterea inflației IAPC în perioada 2016-2017 se vor datora prețurilor produselor energetice. Disiparea efectelor inhibitoare puternice ale scăderilor anterioare ale prețurilor petrolului, care au afectat inflația totală în anii 2015 și 2016, este proiectată să conducă la o majorare semnificativă a inflației totale în 2017, îndeosebi la începutul anului. Ulterior, tendința de aplatizare a curbei cotațiilor *futures* ale petrolului presupune o diminuare ușoară a ratei inflației aferente acestei componente a IAPC până la sfârșitul anului 2017 și evoluții, în general, stabile în perioada următoare.

Se estimează o creștere graduală a inflației IAPC exclusiv alimente și produse energetice pe parcursul orizontului de proiecție, pe fondul accentuării presiunilor din surse interne asupra costurilor. Potrivit anticipațiilor, ameliorarea în curs a condițiilor pe piața forței de muncă, reflectată de creșterea în continuare a gradului de ocupare a forței de muncă, va determina reducerea decalajului dintre cerere și ofertă pe piața forței de muncă. Se preconizează că aceasta va contribui la o creștere considerabilă a salariilor, precum și a costurilor unitare cu forța de muncă până în anul 2019. De asemenea, se estimează că marjele de profit se vor majora în continuare, în concordanță cu închiderea deviației PIB, deși într-un ritm, în linii mari, constant sau inferior celui înregistrat recent. În plus, disiparea efectelor inhibitoare ale reducerilor anterioare ale cotațiilor petrolului și majorările preconizate ale prețurilor petrolului ar trebui să contribuie la creșterea inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente prin intermediul unor efecte indirecte. În schimb, atenuarea efectelor în sensul creșterii generate de deprecierea anterioară a euro, precum și efectele în sensul scăderii ale aprecierii ulterioare a euro afectează perspectivele inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente. Pe ansamblu, conform proiecțiilor, rata inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente se va situa, în medie, la 0,9% în 2016 și va crește treptat pe parcursul orizontului de proiecție până la 1,7% în anul 2019. Se anticipează că aceasta va constitui principalul determinant al consolidării inflației IAPC începând cu jumătatea anului 2017.

Inversarea preconizată a prețurilor importurilor reprezintă un factor esențial pentru intensificarea proiectată a inflației pe termen scurt. În urma unei perioade neobișnuit de lungi caracterizate de scăderi succesive ale prețurilor importurilor, se anticipează că rata anuală de creștere a prețurilor importurilor va deveni pozitivă în anul 2017. Un element principal al acestei inversări preconizate îl reprezintă majorarea estimată a prețurilor materiilor prime și, în special, a prețurilor petrolului. Efectele de bază puternice în sens ascendent dețin, de asemenea, un rol semnificativ în inversarea variației anuale a deflatorului importurilor în perioada 2016-2017. Intensificarea treptată a presiunilor inflaționiste (exclusiv materiile prime) la nivel mondial, susținută de scăderea gradului de neutilizare a capacităților de producție globale, ar trebui să contribuie la accentuarea presiunilor din surse externe asupra prețurilor în zona euro. În pofida creșterii preconizate, se anticipează că presiunile asupra prețurilor la nivel mondial vor rămâne moderate, fiind afectate de gradul încă semnificativ de neutilizare a capacităților de producție globale, atât în economiile de piață dezvoltate, cât și în cele emergente, precum și, în consecință, de concurența ridicată cu țările cu costuri scăzute.

Se anticipează dinamizarea vizibilă a câștigurilor salariale pe întreg parcursul orizontului de proiecție, pe fondul reducerii decalajului dintre cerere și ofertă pe piața forței de muncă și al atenuării treptate a altor factori care afectează majorarea salariilor. Se estimează intensificarea creșterii remunerării pe salariat de la 1,2% în anul 2016 la 2,4% în 2019. Printre factorii principali ai acestei accelerări notabile se numără ameliorarea preconizată a condițiilor pe piața muncii, precum și majorarea anticipată a inflației, care ar trebui să se reflecte în evoluția salariilor, având în vedere faptul că procesele de negociere salarială includ un element retrospectiv semnificativ în unele țări din zona euro. De asemenea, necesitatea temperării majorărilor salariale în vederea redobândirii competitivității prețurilor în

unele țări sau constrângerile acumulate la nivelul politicii salariale a firmelor ar trebui să se diminueze treptat pe parcursul orizontului de proiecție. În plus, efectele inhibitoare ale reformelor structurale de pe piața forței de muncă implementate în unele țări din zona euro în perioada crizei ar putea afecta mai puțin semnificativ ritmul câștigurilor salariale, pe fondul extinderii redresării ciclice. De asemenea, efectele ce derivă din caracteristicile sectoriale ale economiei ar trebui să se estompeze, pe măsură ce creșterea ocupării forței de muncă se generalizează și este mai puțin axată pe sectoare cu un nivel scăzut al productivității și, prin urmare, cu niveluri reduse ale salariilor comparativ cu ultimii ani.

Se anticipează că marjele de profit vor continua să se majoreze pe parcursul orizontului de proiecție, beneficiind de redresarea în continuare a economiei, însă într-un ritm mult mai lent decât în 2015. În anul 2015, marjele de profit au fost stimulate de scăderea pronunțată a prețurilor petrolului, care nu pare să se fi propagat în totalitate la nivelul prețurilor de consum, precum și de evoluțiile modeste ale costurilor unitare cu forța de muncă. Pe fondul corecției efectului prețurilor petrolului și al intensificării creșterii costurilor unitare cu forța de muncă în anul 2016, se așteaptă o reducere a dinamicii marjelor de profit. Ritmul, în linii mari, nemodificat și moderat de creștere a marjelor de profit până la finele orizontului de proiecție este în concordanță cu redresarea ciclică preconizată a activității economice și cu un relativ efect inhibitor generat de majorarea costurilor unitare cu forța de muncă.

Comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2016, perspectivele inflației IAPC sunt, în linii mari, nemodificate. Deși traiectoria inflației de bază este relativ mai joasă decât în exercițiul de proiecție anterior, aceste efecte sunt complet anulate în anul 2017 de majorarea prețurilor produselor energetice.

3 Perspectivele fiscale

Conform proiecțiilor, orientarea politicii fiscale va fi expansionistă în anul 2016 și, în linii mari, neutră în perioada 2017-2019. Orientarea politicii fiscale este măsurată ca variație a soldului primar ajustat ciclic după excluderea asistenței din fonduri publice acordate sectorului financiar. Orientarea expansionistă a politicii fiscale în 2016 derivă în principal din măsuri fiscale discreționare, în timp ce factorii nediscreționari dețin un rol redus și se referă îndeosebi la o reducere marginală a veniturilor nefiscale.

Pe parcursul orizontului de proiecție, se estimează că ponderea deficitului bugetului general consolidat și cea a datoriei publice în PIB se vor înscrie pe o traiectorie descendentă. În anul 2016, scăderea plăților cu dobânzile și ameliorarea componentei ciclice au anulat complet deteriorarea soldului primar ajustat ciclic. În perioada 2017-2019, scăderea în continuare a plăților cu dobânzile și ameliorarea componentei ciclice determină reducerea în continuare a deficitului bugetar, în timp ce soldul primar ajustat ciclic se menține nemodificat. Restrângerea progresivă a datoriei publice pe parcursul orizontului de proiecție este susținută, în principal, de diferențialul favorabil între ritmul de creștere a PIB și rata dobânzii aferentă datoriei publice, având în vedere redresarea economică prognozată,

precum și ipotezele privind ratele scăzute ale dobânzilor. Soldul bugetar primar are, de asemenea, un impact favorabil asupra traiectoriei prognozate a datoriei.

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna septembrie, perspectivele fiscale sunt, în linii mari, nemodificate în ceea ce privește ponderea deficitului bugetar în PIB, în timp ce ponderea datoriei publice în PIB a fost revizuită în sens ascendent pentru perioada 2017-2018. Revizuirea în sens ascendent a ponderii datoriei publice în PIB pentru anii 2017 și 2018 reflectă îndeosebi o contribuție mai modestă la reducerea datoriei din partea diferențialului între ritmul de creștere a PIB și rata dobânzii aferentă datoriei publice, determinată de o revizuire în sens descendent a PIB nominal în zona euro.

Tabelul 1**Proiecții macroeconomice pentru zona euro¹⁾**

(variații procentuale anuale)

	Decembrie 2016				Septembrie 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
PIB real ¹⁾	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6
	[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,6 - 2,6] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾	[1,5 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾
Consumul privat	1,7	1,5	1,5	1,4	1,7	1,6	1,5
Consumul administrațiilor publice	2,0	1,3	1,1	1,1	1,7	0,9	1,0
Formarea brută de capital fix	3,0	3,1	3,1	2,7	3,1	3,3	3,3
Exporturi ³⁾	2,7	3,7	3,9	4,0	2,6	3,7	4,1
Importuri ³⁾	3,3	4,1	4,3	4,1	3,3	4,4	4,7
Ocuparea forței de muncă	1,4	1,1	0,8	0,8	1,3	0,8	0,7
Rata șomajului (% din forța de muncă)	10,0	9,5	9,1	8,7	10,1	9,9	9,6
IAPC	0,2	1,3	1,5	1,7	0,2	1,2	1,6
	[0,2 - 0,2] ²⁾	[0,8 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾	[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 1,8] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾
IAPC exclusiv produse energetice	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,3	1,5
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
Costul unitar cu forța de muncă	0,8	1,0	1,3	1,5	0,8	1,0	1,3
Remunerarea pe salariat	1,2	1,7	2,1	2,4	1,2	1,8	2,2
Productivitatea muncii	0,3	0,6	0,8	0,9	0,4	0,7	0,9
Soldul bugetului general consolidat (% din PIB)	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2	-1,9	-1,7	-1,5
Soldul bugetar structural (% din PIB) ⁵⁾	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4	-1,9	-1,8	-1,6
Datoria publică brută (% din PIB)	89,4	88,5	87,3	85,7	89,5	88,4	87,0
Soldul contului curent (% din PIB)	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,4	3,3

1) Date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

2) Intervalele din jurul proiecțiilor 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.

3) Inclusiv schimburile comerciale din interiorul zonei euro.

4) 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.

5) 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 3

Analize ale sensibilității și analize ale scenariilor

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 pentru zona euro, analiza sensibilității proiecțiilor la traiectoriile alternative ale acestor ipoteze de bază poate contribui la evaluarea riscurilor asociate proiecțiilor. Această casetă analizează incertitudinile referitoare la unele ipoteze de bază utilizate în proiecții, precum și sensibilitatea proiecțiilor la aceste variabile. De asemenea, caseta are în vedere implicațiile unora dintre politicile potențiale ale noii administrații a SUA pentru perspectivele SUA, cele mondiale și cele ale zonei euro.

1) O traiectorie alternativă a prețurilor petrolului

Potrivit modelelor alternative de evoluție a prețurilor petrolului, există riscul ca acestea să crească pe parcursul orizontului de proiecție mai rapid decât sugerează cotațiile futures. Ipotezele tehnice privind evoluțiile prețurilor petrolului care fundamentează proiecțiile de bază, construite pornind de la cotațiile futures, preconizează o traiectorie ascendentă a cotațiilor petrolului, prețul țiteiului Brent atingând valoarea de aproximativ 55 USD/baril la sfârșitul anului 2019. Această traiectorie este în concordanță cu o revigorare moderată a cererii mondiale de petrol, scenariu asociat dinamizării redresării economiei mondiale și unei ușoare scăderi a ofertei de petrol. O combinație de modele alternative utilizate de experții Eurosistemului⁵ pentru a prognoza prețurile petrolului pe parcursul orizontului de proiecție sugerează, în prezent, o traiectorie cu prețuri mai ridicate ale petrolului în cadrul orizontului de proiecție decât s-a estimat în ipotezele tehnice. Materializarea acestei traiectorii alternative, în care prețurile petrolului ar fi cu 19% superioare celor din proiecția de bază până în anul 2019, ar reduce marginal creșterea PIB real, determinând în același timp o majorare mai rapidă a inflației IAPC (cu 0,1 puncte procentuale în 2017, 0,2 puncte procentuale în 2018 și 0,3 puncte procentuale în 2019).

Ulterior finalizării acestui exercițiu de proiecție, la data de 30 noiembrie 2016, OPEC a convenit să reducă oferta de petrol, ceea ce a condus la o majorare pronunțată a cotațiilor futures ale petrolului pe termen scurt, urmată de o traiectorie ușor ascendentă a acestor cotații către finele orizontului de proiecție. Posibila materializare a acestei traiectorii a cotațiilor futures ale petrolului ar genera un nivel mai ridicat al inflației IAPC în 2017, însă ar avea un impact mai puțin semnificativ asupra traiectoriei inflației în 2018 și 2019 comparativ cu traiectoria din proiecția de bază.

2) O traiectorie alternativă a cursului de schimb

Această analiză a sensibilității vizează, în scopuri ilustrative, impactul traiectoriei unui curs de schimb al euro mai depreciat față de proiecția de bază. Riscurile în sensul deprecierei cursului de schimb al euro se referă, în principal, la divergența în ceea ce privește orientarea politicii monetare de o parte și alta a Oceanului Atlantic. Mai exact, o majorare a ratei dobânzii reprezentative a Rezervelor Federale din Statele Unite mai puțin graduală decât se prevedea ar putea să exercite noi presiuni în sensul deprecierei asupra euro. Aceasta ar putea să reflecte în special amplificarea anticipațiilor privind inflația în Statele Unite, pe fondul unor politici fiscale

⁵ A se vedea combinația de patru modele prezentată în articolul intitulat „Forecasting the price of oil”, *Buletin economic*, ediția a 4-a, BCE, 2015.

expansioniste și al unor condiții restrictive pe piața forței de muncă. Traectoria alternativă a cursului de schimb al euro 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, la data de 17 noiembrie 2016. Această traectorie implică o depreciere treptată a euro față de dolarul SUA la un curs de schimb de 0,95 USD/EUR în anul 2019, cu 9,7% sub nivelul proiecției de bază pentru anul respectiv. Ipotezele corespunzătoare privind cursul de schimb efectiv nominal al euro 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 50%. Această ipoteză are ca rezultat o abatere graduală în sens descendent a cursului de schimb efectiv al euro față de proiecția de bază, până la un nivel cu 5,2% sub cel al proiecției de bază în anul 2019. În acest scenariu, valorile medii ale unei serii de modele macroeconomice elaborate de experți indică o creștere mai mare a PIB real (cu 0,2-0,3 puncte procentuale pe an) și o rată mai ridicată a inflației IAPC (cu 0,2 puncte procentuale în 2017 și 0,4-0,5 puncte procentuale în anii 2018 și 2019).

3) Scenarii în contextul noii administrații a SUA – implicații pentru perspectivele SUA, cele mondiale și cele ale zonei euro

Modificările potențiale aduse politicilor în contextul noii administrații a SUA condusă de președintele ales, Donald Trump, sunt încă în fază de elaborare. Deși detaliile privind viitoarele politici ale noii administrații nu sunt cunoscute încă și, prin urmare, nu sunt incluse în proiecția de bază, pe parcursul campaniei sale, dl Trump a prezentat următoarele planuri politice importante: (i) un pachet semnificativ de stimulente fiscale, care poate include atât o reducere a impozitelor pentru persoane fizice și companii mari, cât și o majorare a cheltuielilor pentru infrastructură și apărare; (ii) o politică de imigrație mai strictă; și (iii) o intensificare a protecționismului comercial. Ținând cont de limitările asociate nivelului ridicat de incertitudine referitoare la aceste politici viitoare, impactul acestor trei domenii generale este prezentat în cele ce urmează.

Este probabil ca implicațiile unui astfel de pachet de politici să fie de natură inflaționistă în Statele Unite, în timp ce impactul asupra activității economice depinde de măsurile adoptate efectiv. Măsurile fiscale vor impulsiona creșterea PIB real și inflația, însă acest stimul ar putea fi atenuat de majorarea ratelor dobânzilor și de o apreciere a dolarului SUA. O politică de imigrație mai strictă ar putea conduce la o reducere relativ modestă a activității economice, în cazul în care scăderea forței de muncă ar fi în mare măsură compensată de o rată de participare mai ridicată și de o creștere a ocupării forței de muncă în rândul altor categorii ale populației autohtone. Politici comerciale protecționiste, aplicate prin intermediul unor tarife de import mai ridicate, ar putea fi introduse reciproc, ceea ce ar presupune o scădere a PIB real al SUA în cadrul orizontului de proiecție, datorită exporturilor mai reduse ale SUA.

Efectele globale depind de forța relativă a diferitelor canale. Dacă economiile de piață emergente sunt afectate puternic de măsuri protecționiste, este probabil ca acestea să resimtă un impact nefavorabil asupra creșterii PIB, în timp ce alte regiuni ar putea beneficia inițial de stimulentele fiscale adoptate de SUA și de efectele de substituție aferente schimburilor comerciale.

În ceea ce privește impactul asupra zonei euro, sunt implicate mai multe canale. În primul rând, relaxarea politicii fiscale a Statelor Unite ar impulsiona cererea internă în această țară, ar deprecia euro față de dolarul SUA și ar conduce la o cerere sporită de produse și servicii din zona euro. În al doilea rând, dat fiind că activitățile economice interne și importurile în Statele Unite și în economiile de piață emergente s-ar putea reduce ca urmare a majorării prețurilor de import și a

altor politici comerciale, efectele directe asupra cererii ale politicilor comerciale ale SUA ar putea fi negativ pentru zona euro. Totuși, dacă nu face obiectul unor tarife de import mai ridicate, zona euro ar putea consemna un câștig de competitivitate a prețurilor în raport cu țările care se confruntă cu tarife de import mai mari, ceea ce ar presupune un efect de substituție global care ar favoriza zona euro. Cu toate acestea, pe ansamblu, efectele asupra zonei euro se mențin deosebit de incerte în contextul actual și depind de politicile specifice pentru care va opta noua administrație a SUA.

Caseta 4

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. Totodată, 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, prognozele altor instituții care sunt disponibile în prezent privind creșterea PIB real și inflația IAPC se încadrează, pe ansamblu, în mod clar în intervalele de variație prevăzute de proiecțiile experților Eurosistemului (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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Proiecțiile experților Eurosistemului	decembrie 2016	1,7 [1,6-1,8]	1,7 [1,1-2,3]	1,6 [0,6-2,6]	0,2 [0,2-0,2]	1,3 [0,8-1,8]	1,5 [0,7-2,3]
Comisia Europeană	noiembrie 2016	1,7	1,5	1,7	0,3	1,4	1,4
OCDE	noiembrie 2016	1,7	1,6	1,7	0,2	1,2	1,4
Barometrul zonei euro	noiembrie 2016	1,6	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
Previunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	noiembrie 2016	1,6	1,3	1,4	0,2	1,3	1,5
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	octombrie 2016	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
FMI	octombrie 2016	1,7	1,5	1,6	0,3	1,1	1,3

Sursa: Previunile economice europene ale Comisiei Europene, toamna anului 2016; *IMF World Economic Outlook*, octombrie 2016; *OECD Economic Outlook*, noiembrie 2016; previziunile *Consensus Economics Forecasts*, noiembrie 2016; *MJEconomics for the Euro Zone Barometer*, noiembrie 2016 și Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*), octombrie 2016.

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

© Banca Centrală Europeană, 2016

Adresa poștală: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefon: +49 69 1344 0

Website: www.ecb.europa.eu

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