



Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului, iunie 2017¹

Potrivit proiecțiilor, redresarea activității economice în zona euro va continua, într-un ritm mai alert decât cel anticipat anterior. Se estimează că PIB real va înregistra o creștere anuală de aproximativ 1,8% pe parcursul orizontului de proiecție. Redresarea globală anticipată va sprijini exporturile zonei euro, preconizându-se că orientarea foarte acomodativă a politicii monetare, progresele înregistrate în reducerea gradului de îndatorare la nivelul tuturor sectoarelor și ameliorarea în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă vor susține cererea internă pe parcursul orizontului de proiecție.

Se anticipează că inflația IAPC va prezenta un profil în formă de V, situându-se la 1,6% în anul 2019. Deși impactul considerabil în sens ascendent al componentei „produse energetice” a inflației IAPC din anul 2017 se va reduce în anii 2018 și 2019, inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente va înregistra, în timp, o creștere treptată, pe fondul diminuării deficitului de cerere.

1

Economia reală

După creșterea economică robustă înregistrată în trimestrul I 2017, o serie de indicatori favorabili pe termen scurt sugerează menținerea ritmului susținut pe un orizont apropiat. Condițiile pe piața forței de muncă au continuat să se amelioreze în ultimele luni, creșterea populației active reducând blocajele consemnate de dinamica ocupării forței de muncă în unele țări din zona euro, iar șomajul înregistrând o scădere în majoritatea țărilor din acest spațiu economic. În ultimele luni, încrederea consumatorilor și a sectorului corporativ a continuat să se îmbunătățească, de la niveluri deja ridicate, în toate sectoarele și țările, ceea ce indică menținerea dinamicii robuste pe termen scurt.

¹ Aceste proiecții macroeconomice ale experților Eurosistemului reprezintă o contribuție la evaluarea Consiliului guvernatorilor privind evoluțiile economice și riscurile la adresa stabilității prețurilor. Proiecțiile elaborate de experți ai BCE sau ai Eurosistemului nu sunt aprobate de Consiliul guvernatorilor și nici nu reflectă în mod necesar opiniile Consiliului guvernatorilor privind perspectivele zonei euro. 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 cele privind prețurile petrolului și cursurile de schimb, a fost 16 mai 2017 (Caseta 1). Data-limită pentru includerea altor informații în cadrul acestui exercițiu a fost 23 mai 2017. Exercițiul actual de proiecție macroeconomică se referă la perioada 2017-2019. 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. La adresa <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> pot fi consultate, într-o versiune accesibilă, datele care stau la baza tabelelor și graficelor selectate.

Pe parcursul orizontului de proiecție, se estimează că PIB real va înregistra o creștere de 1,9% în anul 2017, de 1,8% în 2018 și de 1,7% în 2019. Se anticipează că o serie de factori favorabili vor continua să sprijine cererea internă în cadrul orizontului de proiecție. Orientarea foarte acomodativă a politicii monetare a BCE continuă să se transmită la nivelul economiei, iar anticipațiile pieței privind nivelurile viitoare ale ratelor dobânzilor, reflectate în ipotezele tehnice ale acestei proiecții, se mențin scăzute pe parcursul orizontului de proiecție. Volumul creditelor bancare acordate societăților nefinanciare continuă să se redreseze, fiind impulsionat de ratele scăzute ale dobânzilor, de creșterea cererii de credite și de condițiile favorabile de creditare. Ameliorarea în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă, precum și restrângerea necesității de reducere a gradului de îndatorare sprijină, de asemenea, cererea internă. Redresarea economică globală este, totodată, proiectată a se consolida pe parcursul orizontului de proiecție, susținând exporturile zonei euro.

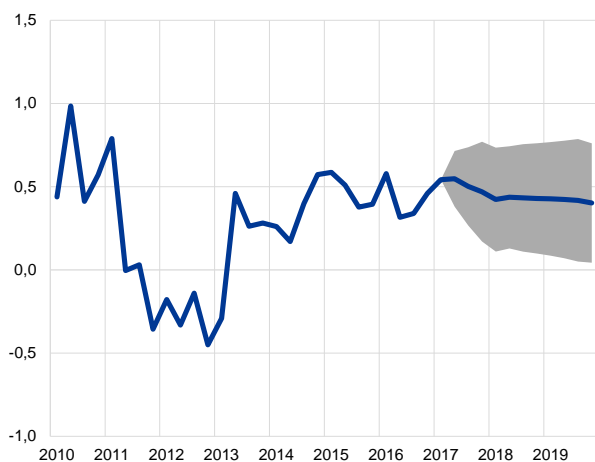
Graficul 1

Proiecții macroeconomice¹⁾

(date trimestriale)

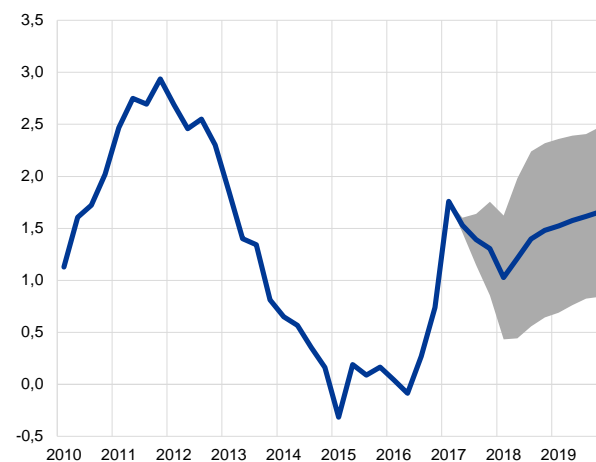
PIB real în zona euro²⁾

(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.

Se preconizează că redresarea consumului privat va continua, deși într-un ritm ușor inferior celui din anul 2016. Încrederea consumatorilor s-a îmbunătățit în continuare la nivelul țărilor în ultimele luni, ajungând la niveluri mult superioare mediilor pe termen lung, pe fondul anticipațiilor mai favorabile privind contextul economic general și, respectiv, situația financiară individuală a populației. Perspectivele pe termen scurt ale consumului privat sunt, de asemenea, susținute de noile ameliorări consemnate recent de condițiile de pe piața forței de muncă.

Potrivit proiecțiilor, ritmul de creștere a veniturilor disponibile nominale se va accentua treptat pe parcursul orizontului de proiecție, deși intensificarea inflației va atenua puterea de cumpărare reală a gospodăriilor populației. Se

preconizează o majorare a contribuției din partea remunerațiilor și a salariilor brute la dinamica veniturilor disponibile nominale în cadrul intervalului de proiecție, susținută de creșterea în continuare a gradului de ocupare a forței de muncă și de accelerarea dinamicii remunerării pe salariat. Se așteaptă o încetinire substanțială a ritmului de creștere a veniturilor disponibile reale în anul 2017, reflectând, în principal, intensificarea proiectată a dinamicii prețurilor produselor energetice, și redresarea treptată a acestuia ulterior.

Ameliorarea condițiilor de creditare bancară, consolidată de măsurile de politică monetară ale BCE, ar trebui să sprijine expansiunea consumului privat. Deși au influențat atât încasările din dobânzi, cât și plățile de dobânzi ale gospodăriilor private, ratele scăzute ale dobânzilor tind să redistribuie resursele de la creditorii 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 ceea ce privește reducerea gradului de îndatorare ar trebui să susțină, de asemenea, consumul.

După ce creșterea ratei de economisire determinată de prețurile petrolului se va corecta, se anticipează că aceasta se va menține, în linii mari, uniformă pe parcursul orizontului de proiecție. Această relativă stabilitate maschează factori divergenți la nivelul țărilor din zona euro. Presiunile în sensul scăderii sunt exercitate de reducerea șomajului, ameliorarea condițiilor de creditare și ratele scăzute ale dobânzilor, în timp ce presiunile în sensul creșterii sunt generate de necesitatea reducerii în continuare a gradului de îndatorare brută și de netezirea consumului în contextul redresării ciclice. Pe ansamblu, ritmul anual de creștere a consumului privat este proiectat a se reduce de la 1,9% în anul 2016 la circa 1,5% în perioada 2017-2019.

Caseta 1

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

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna martie 2017, ipotezele tehnice includ un nivel semnificativ mai redus al prețurilor în dolari SUA ale petrolului, o apreciere a cursului de schimb efectiv al euro și o reducere a ratelor dobânzilor pe termen lung. Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței, data-limită pentru includerea ultimelor informații fiind 16 mai 2017. 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 anul 2017, -0,2% în anul 2018 și 0,0% în anul 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 1,2% în anul 2017, 1,5% în 2018 și 1,8% în 2019.² Comparativ cu proiecțiile din luna

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.

martie 2017, anticipațiile pieței privind ratele dobânzilor pe termen scurt au rămas, în linii mari, neschimbate, în timp ce cele aferente ratelor dobânzilor pe termen lung au fost revizuite în sens descendent cu 10-20 puncte de bază.

Referitor la prețurile materiilor prime, pe baza traiectoriei implicite de pe piețele *futures*, calculată cu ajutorul mediei aferente perioadei de două săptămâni anterioare datei-limită de 16 mai, se anticipează că prețul țițeiului Brent se va majora de la 44,0 USD/baril în anul 2016 la 51,6 USD/baril în anul 2017 și se va menține în jurul acestui nivel în anii 2018 și 2019. Această traiectorie implică faptul că prețurile în dolari SUA ale petrolului sunt mai scăzute cu 8,6% în 2017, cu 9,1% în 2018 și cu 7,9% în 2019, comparativ cu proiecțiile din luna martie 2017. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor majora substanțial în anul 2017 și vor consemna o creștere relativ mai moderată ulterior.³

În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se preconizează că acestea vor rămâne neschimbate pe parcursul orizontului de proiecție, la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni anterioară datei-limită de 16 mai. Această ipoteză presupune un curs de schimb mediu de 1,08 USD/EUR în anul 2017 și de 1,09 USD/EUR în perioada 2018-2019, față de 1,07 USD/EUR în proiecțiile din luna martie 2017. Cursul de schimb efectiv al euro (față de 38 de parteneri comerciali) este mai apreciat cu 0,6% în anul 2017 și cu circa 1,0% în perioada 2018-2019 comparativ cu cel anticipat în exercițiul de proiecție din luna martie 2017.

Ipoteze tehnice

	Iunie 2017				Martie 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	0,8	1,2	1,5	1,8	0,8	1,3	1,6	1,9
Prețul petrolului (în USD/baril)	44,0	51,6	51,4	51,5	44,0	56,4	56,5	55,9
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	-3,9	6,4	2,0	4,5	-3,9	13,2	3,5	4,6
Cursul de schimb USD/EUR	1,11	1,08	1,09	1,09	1,11	1,07	1,07	1,07
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE38) (variații procentuale anuale)	3,7	-0,4	0,3	0,0	3,7	-1,0	0,0	0,0

Potrivit proiecțiilor, redresarea investițiilor în obiective rezidențiale va continua. Investițiile în obiective rezidențiale au consemnat o creștere considerabilă în anul 2016, fiind susținute de dinamica puternică a veniturilor disponibile și de condițiile favorabile de finanțare. Condițiile fundamentale pentru redresarea în continuare a investițiilor în obiective rezidențiale se mențin. Perspectivele favorabile ale investițiilor de acest tip sunt indicate de creșterea numărului de autorizații de construcție și a cererii de împrumuturi pentru achiziția de locuințe în contextul

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 II 2018, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială.

ameliorării condițiilor de creditare bancară. Caracterul favorabil al perspectivelor veniturilor și al condițiilor de finanțare continuă să sprijine tendința actuală de creștere de pe piețele imobiliare. Cu toate acestea, se preconizează că dinamica investițiilor în obiective rezidențiale va consemna o ușoară pierdere de ritm pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând atenuarea impactului stimulentele fiscale în unele țări, precum și tendințele demografice nefavorabile, care sunt preconizate să afecteze, până la urmă, aceste investiții.

Se anticipează că investițiile corporative vor evolua în concordanță cu redresarea ciclică. Pe fondul consolidării cererii externe și al efectelor unor măsuri fiscale în unele țări, se estimează că investițiile corporative se vor redresa în continuare. Redresarea este sprijinită de mai mulți factori: încrederea sectorului corporativ a continuat să se îmbunătățească pe seama anticipațiilor foarte favorabile privind producția, a creșterii numărului de comenzi și a inversării anticipațiilor privind prețurile de vânzare; la începutul anului 2017, gradul de utilizare a capacităților de producție a continuat să depășească nivelurile medii din perioada anterioară crizei; potrivit anticipațiilor, condițiile de finanțare vor cunoaște numai o înăsprire ușoară pe parcursul orizontului de proiecție și se vor menține deosebit de favorabile; există 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 înregistrată de prețurile acțiunilor în ultimii ani și avansul moderat al finanțării prin emisiuni de titluri de natura datoriei au plasat efectul de pârgă (ponderea datoriei în totalul activelor) aferent sectorului societăților nefinanciare la niveluri minime istorice. Cu toate acestea, se așteaptă ca unii factori să afecteze în continuare perspectivele investițiilor corporative. Aceștia includ anticipații privind o creștere a PIB potențial mai redusă decât în trecut și limitarea capacității de intermediere a băncilor în unele țări.

Caseta 2

Contextul internațional

Se așteaptă redresarea în continuare a activității economice la nivel mondial. Dinamica PIB la nivel mondial s-a redus în trimestrul I 2017, dar indicatorii de încredere și sondajele sugerează o revigorare a acesteia în lunile următoare. Condițiile financiare din economiile dezvoltate rămân favorabile, fiind susținute de politicile monetare acomodative din aceste spații economice, precum și de anticipațiile privind un stimul fiscal în Statele Unite. Piețele financiare din economiile de piață emergente au consemnat, de asemenea, o revenire după rezultatul alegerilor din SUA de la sfârșitul anului 2016. Într-o perspectivă mai îndelungată, se anticipează o accelerare moderată a activității economice globale. Perspectivele în rândul economiilor dezvoltate presupun continuarea redresării ciclice, pe fondul închiderii treptate a deviației PIB de la nivelul potențial. În ceea ce privește economiile de piață emergente, creșterea economică ar trebui să rămână rezilientă în țările importatoare de materii prime, precum India și China, în timp ce activitatea economică în țările exportatoare de materii prime este așteptată a atinge un nivel minim după o perioadă de recesiune profundă. Se anticipează o expansiune a activității economice mondiale (exceptând zona euro) cu 3,5% în 2017 și 3,8% în 2018 și 2019, niveluri nemodificate față de exercițiul de proiecție anterior.

Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

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

1) Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

Se așteaptă o expansiune graduală a schimburilor comerciale mondiale pe parcursul orizontului de proiecție, după consolidarea semnificativă consemnată în ultimele luni.

Conform proiecțiilor, schimburile comerciale la nivel mondial vor cunoaște o expansiune în concordanță cu redresarea activității economice globale pe termen mediu. Comparativ cu proiecțiile din luna martie 2017, cererea externă adresată zonei euro a fost revizuită în sens ascendent în anul 2017, reflectând, în principal, datele recente peste așteptări.

Conform proiecțiilor, exporturile în afara zonei euro vor fi susținute de redresarea cererii globale.

Se anticipează că cererea externă adresată zonei euro s-a intensificat în semestrul II 2016 și la începutul anului 2017, ca urmare a creșterii cererii de importuri atât în economiile dezvoltate (îndeosebi în Statele Unite și Japonia), cât și în cele emergente (în special în China, Rusia și Brazilia). Privind în perspectivă, se estimează că cererea de importuri va crește atât în economiile de piață dezvoltate, cât și în cele emergente, rămânând însă modestă în Regatul Unit. Exporturile în afara zonei euro sunt previzionate a beneficia de intensificarea cererii externe pe parcursul orizontului de proiecție. Conform anticipațiilor, ritmul de creștere a importurilor din afara zonei euro va fi mai alert decât cel al exporturilor în afara zonei euro, în concordanță cu elasticitatea istorică a acestora în raport cu cererea totală. Se estimează că excedentul de cont curent al zonei euro se va reduce ușor în cadrul orizontului de proiecție, parțial pe seama corecției efectelor anterioare ale raportului de schimb determinate de prețul petrolului.

Se așteaptă ca deviația negativă a PIB de la nivelul potențial să se închidă pe parcursul orizontului de proiecție.

Conform proiecțiilor, creșterea PIB potențial se va situa ușor peste 1% pe parcursul orizontului de proiecție și, prin urmare, se va menține mult inferioară dinamicii proiectate a PIB real efectiv de circa 1,8%. Ritmul modest de creștere a PIB potențial reflectă îndeosebi o contribuție relativ scăzută din partea capitalului, după o perioadă prelungită în care investițiile s-au situat la niveluri minime istorice. Potrivit proiecțiilor, contribuția din partea forței de muncă se va majora, reflectând o mai mare participare pe piața forței de muncă pe seama reformelor structurale anterioare. 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. Contribuția anticipată din partea productivității totale a factorilor de producție va fi doar ușor inferioară nivelului atins înainte de criză.

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 ocupării forței de muncă pe parcursul orizontului de proiecție, deși se va consemna progresiv o relativă pierdere de ritm. Pe termen scurt, aceasta reflectă cu precădere disiparea unor factori favorabili temporari care exercită un impact asupra dinamicii ocupării forței de muncă. Pentru restul orizontului de proiecție, se estimează că deficitul de forță calificată de muncă va deveni tot mai constrângător în unele țări, limitând creșterea populației ocupate și conducând la o majorare a numărului de ore lucrate pe angajat. Aceste evoluții ale ocupării forței de muncă presupun o intensificare a dinamicii productivității muncii, reflectând sporirea gradului de utilizare a capitalului și a forței de muncă în contextul reducerii decalajelor dintre cerere și ofertă. Potrivit proiecțiilor, rata șomajului se va reduce la 8,3% în anul 2019, menținându-se însă peste nivelul înregistrat în perioada anterioară crizei (de 7,5% în 2007).

Comparativ cu proiecțiile din luna martie 2017, perspectivele privind creșterea PIB real au fost revizuite în sens ascendent. Nivelurile foarte favorabile ale încrederii sectorului corporativ și a consumatorilor, alături de consolidarea cererii externe, sugerează o dinamică pe termen scurt relativ mai puternică decât cea anticipată anterior. Pe termen mai lung, impactul în sensul creșterii exercitat de scăderea prețurilor petrolului, reducerea ratelor dobânzilor pe termen lung și majorarea prețurilor acțiunilor, precum și de avansul consumului public și al investițiilor publice este numai parțial atenuat de efectele în sensul scăderii ale aprecierii cursului de schimb al euro.

2 Prețuri și costuri

Se anticipează că rata inflației IAPC se va situa, în medie, la 1,5% în anul 2017 și se va reduce ulterior la 1,3% în 2018, urmând să crească ușor la 1,6% în 2019. Evoluția divergentă a componentei „produse energetice” a inflației IAPC și a inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente reprezintă principalul factor explicativ al profilului în formă de V al inflației totale pe parcursul orizontului de proiecție. Se anticipează o creștere semnificativă a componentei „produse energetice” a inflației IAPC în anul 2017, comparativ cu 2016, și o evoluție mai moderată a acesteia ulterior, reflectând majorarea recentă a prețurilor petrolului și, privind în perspectivă, profilul relativ plat al curbei descrise de cotațiile *futures* ale petrolului. Contribuția pozitivă a componentei „produse energetice” a inflației IAPC la inflația totală, care este estimată la 0,4 puncte procentuale în anul 2017, ar trebui să se reducă semnificativ pe parcursul următorilor doi ani.

Se preconizează că inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente va înregistra o creștere progresivă pe parcursul orizontului de proiecție.

Principalul factor de influență al avansului anticipat al inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente îl constituie creșterea costurilor unitare cu forța de muncă, pe fondul progresului și al consolidării redresării economice. Unul dintre determinantii acestei evoluții este reducerea anticipată a decalajului dintre cerere și ofertă pe piața forței de muncă, care ar trebui să dinamizeze câștigurile salariale. În plus, se

anticipează că factorii care au frânat creșterea salarială în ultimii ani, precum necesitatea redobândirii competitivității prin preț în unele țări, se vor atenua treptat, ceea ce ar trebui să sprijine în continuare intensificarea preconizată a dinamicii remunerării pe salariat. Conform proiecțiilor, creșterea costurilor unitare cu forța de muncă va fi ușor inferioară celei a câștigurilor salariale pe parcursul orizontului de proiecție. Se așteaptă, de asemenea, ca revirimentul înregistrat de prețurile petrolului de la începutul anului 2016 să contribuie indirect, într-o oarecare măsură, la aceste presiuni în sensul creșterii costurilor prin intermediul costurilor de producție mai ridicate, precum și al efectelor acestora asupra salariilor nominale, în contextul decalajelor de transmisie uzuale.

Conform proiecțiilor, presiunile din surse externe asupra prețurilor nu vor mai afecta prețurile de consum în zona euro pe parcursul orizontului de proiecție.

După o perioadă de patru ani în care prețurile de import au scăzut, se anticipează că ritmul anual de creștere a acestora va deveni pozitiv în anul 2017. Această inversare se datorează, în principal, revirimentului prețurilor petrolului și ale materiilor prime non-energetice începând cu anul 2016. Reducerea ulterioară a ritmurilor de creștere a prețurilor de import reflectă, de asemenea, temperarea dinamicii prețurilor materiilor prime. Dincolo de evoluția prețurilor materiilor prime, se preconizează, în general, o intensificare treptată a presiunilor inflaționiste la nivel mondial. Se estimează o creștere graduală a costurilor de producție pe plan internațional, pe fondul scăderii deficitului de cerere la nivel mondial. Cu toate acestea, gradul încă ridicat de neutilizare a capacităților de producție globale și concurența intensă cu țări cu costuri scăzute vor reduce presiunile asupra prețurilor la nivel mondial.

Ameliorarea condițiilor pe piețele forței de muncă este considerată a fi sursa principală a accentuării presiunilor din surse interne asupra costurilor în anii următori. Se anticipează că ritmul de creștere a remunerării pe salariat se va majora de la 1,7% în anul 2017 la 2,4% în anul 2019. Se consideră că reducerea decalajului dintre cerere și ofertă pe piața forței de muncă din zona euro și creșterea deficitelor de forță de muncă în unele părți ale zonei euro se numără printre factorii importanți care stau la baza acestei dinamizări a câștigurilor salariale. În plus, creșterea recentă semnificativă a inflației totale poate fi așteptată să conducă la majorări mai ample ale salariilor nominale în țările din zona euro în care procesele de stabilire a salariilor includ elemente retrospective privind dinamica prețurilor. Acest efect ar putea deveni însă mai relevant începând cu anul 2018, deoarece, pentru 2017, majoritatea salariilor negociate sunt deja fixate în mai multe țări. Totuși, acest efect poate fi încă modest, fiind limitat la țări în care indexarea salarială (implicită) se realizează în funcție de inflația totală. În plus, aceasta este limitată de faptul că o serie de țări au redus gradul de indexare a salariilor la inflație în ultimii ani. O influență suplimentară în sensul dinamizării câștigurilor salariale ar trebui să fie generată de consolidarea anticipată a ritmului de creștere a productivității pe parcursul orizontului de proiecție. De asemenea, se așteaptă ca o serie de factori inhibitori care afectează dinamica salariilor să își diminueze efectele în cadrul orizontului de proiecție. Aceștia includ, de exemplu, constrângerile reprimite impuse, la nivelul politicii salariale a firmelor, în perioada crizei, de rigiditatea la scădere a salariilor nominale. Totodată, se așteaptă expirarea măsurilor de reducere a

contribuțiilor la asigurările sociale și de continuare a temperării majorărilor salariale în sectorul public din unele țări.

Se preconizează că marjele de profit se vor majora pe parcursul orizontului de proiecție într-un ritm relativ mai puternic decât cel consemnat recent. Pe fondul disipării efectului inhibitor al creșterilor recente ale prețurilor petrolului asupra marjelor de profit, se anticipează că acestea vor consemna o expansiune ușor mai rapidă decât în ultimele trimestre, fiind susținute de continuarea redresării economice. Cu toate acestea, este probabil ca, pe parcursul orizontului de proiecție, dinamica marjelor de profit să fie ușor frânată de creșterile estimate ale costurilor unitare cu forța de muncă și de presiunile concurențiale la nivel mondial.

Comparativ cu proiecțiile din luna martie 2017, perspectivele inflației IAPC au fost revizuite în sens ușor descendent. Prețurile mai scăzute ale petrolului decât cele incluse în ipotezele din proiecțiile publicate în luna martie 2017 implică o revizuire în sens descendent a componentei „produse energetice” a inflației IAPC pentru anii 2017 și 2018. În mod similar, proiecțiile privind prețurile alimentelor au fost revizuite în sens descendent pentru întregul orizont de proiecție. În plus, inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente a fost revizuită în sens descendent pentru anii 2018 și 2019. Această revizuire în sens descendent reflectă parțial efecte indirecte ale unor prețuri mai scăzute ale petrolului, precum și o ușoară apreciere a cursului de schimb al euro, dar și perspectivele privind presiuni mai reduse la nivelul costurilor și prețurilor reflectate de inflația de bază în diferite economii din zona euro.

3 Perspectivile fiscale

Conform proiecțiilor, orientarea politicii fiscale va fi, 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. Impactul factorilor nediscreționari și al măsurilor discreționare este evaluat a fi neutru pe parcursul întregului orizont de proiecție.

În cadrul 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. Ameliorarea soldului bugetar se datorează scăderii în continuare a plăților cu dobânzile pe parcursul orizontului de proiecție și îmbunătățirii componentei ciclice, ale căror efecte prevalează asupra ușoarei deteriorări a soldului primar ajustat ciclic. Restrângerea progresivă a datoriei publice în cadrul orizontului de proiecție este generată de diferențialul favorabil între ritmul de creștere a PIB și rata dobânzii aferentă datoriei publice⁴, precum și de surplusurile bugetare primare proiectate.

⁴ Diferențialul este calculat ca diferența dintre rata efectivă nominală a dobânzii aferentă datoriei și ritmul de creștere a PIB nominal.

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna martie 2017, perspectivele privind ponderea deficitului bugetar și cea a datoriei publice în PIB sunt, în linii mari, nerevizuite.

Tabelul 1

Proiecții macroeconomice pentru zona euro¹⁾

(variații procentuale anuale)

	Iunie 2017				Martie 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB real	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6
		[1,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,8] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾		[1,5 - 2,1] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,7] ²⁾
Consumul privat	1,9	1,5	1,6	1,4	1,9	1,4	1,4	1,4
Consumul administrațiilor publice	1,8	1,2	1,2	1,1	2,0	1,1	1,0	1,1
Formarea brută de capital fix	3,6	3,7	3,4	3,0	2,5	2,8	3,2	2,8
Exporturi ³⁾	2,8	4,8	4,3	4,1	2,9	4,3	4,1	4,0
Importuri ³⁾	4,0	5,2	4,6	4,3	3,5	4,6	4,4	4,2
Ocuparea forței de muncă	1,4	1,4	1,0	0,9	1,3	1,0	1,0	0,8
Rata șomajului (% din forța de muncă)	10,0	9,4	8,8	8,3	10,0	9,4	8,9	8,4
IAPC	0,2	1,5	1,3	1,6	0,2	1,7	1,6	1,7
		[1,4 - 1,6] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾		[1,4 - 2,0] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾
IAPC exclusiv produse energetice	0,9	1,2	1,4	1,6	0,9	1,2	1,6	1,8
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,1	1,5	1,8
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,8	1,1	1,5	1,8
Costul unitar cu forța de muncă	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,6
Remunerarea pe salariat	1,3	1,7	2,1	2,4	1,3	1,8	2,1	2,4
Productivitatea muncii	0,3	0,5	0,8	0,9	0,4	0,7	0,7	0,8
Soldul bugetului general consolidat (% din PIB)	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Soldul bugetar structural (% din PIB) ⁵⁾	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1
Datoria publică brută (% din PIB)	89,2	87,9	86,4	84,7	89,3	88,0	86,4	84,5
Soldul contului curent (% din PIB)	3,4	2,8	2,8	2,9	3,4	3,1	3,2	3,3

1) PIB real și componentele sale se referă la 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 intitulată „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

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.

1) O traiectorie alternativă a prețurilor petrolului

Potrivit modelelor alternative de evoluție a prețurilor petrolului, există riscul ca, pe parcursul orizontului de proiecție, acestea să fie superioare celor sugerate de cotațiile futures.

Ipotezele tehnice privind evoluțiile prețurilor petrolului care fundamentează proiecțiile de bază, construite pornind de la cotațiile futures, preconizează o traiectorie mai degrabă plată a cotațiilor petrolului, prețul țiteiului Brent fluctuând în jurul valorii de 51,5 USD/baril până la sfârșitul anului 2019. Această traiectorie este în concordanță cu o revigorare moderată a cererii mondiale de petrol, scenariu asociat dinamizării redresării economiei mondiale. Extinderea recentă a acordului OPEC nu a condus, până în prezent, la o majorare a curbei cotațiilor futures ale petrolului, probabil datorită nivelului stocurilor de petrol, care este aproape de maximul său istoric, posibilei creșteri a producției de petrol din șisturi bituminoase, precum și temerilor că unele dintre țările cele mai mari producătoare de petrol se pot abate de la dispozițiile acordului. 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 decât s-a estimat în ipotezele tehnice. Materializarea unei traiectorii alternative, în care prețurile petrolului ar fi cu 7,2% 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 2018 și 0,2 puncte procentuale în 2019).

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 o divergență mai puternică decât cea estimată în prezent în ceea ce privește orientarea politicii monetare de ambele părți ale Oceanului Atlantic. Mai exact, o majorare a ratei dobânzii reprezentative a Rezervelor Federale din Statele Unite mai rapidă decât se preconizează ar putea să exercite noi presiuni în sensul deprecierei asupra euro. Aceasta poate să reflecte în special creșterea anticipațiilor privind inflația în Statele Unite, pe fondul unor politici fiscale expansioniste și al unor condiții restrictive pe piața forței de muncă, după dispărarea incertitudinilor privind politicile noii administrații a SUA. Traiectoria 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 16 mai 2017. Această traiectorie implică o depreciere treptată a euro față de dolarul SUA la un curs de schimb de 1,06 USD/EUR în anul 2019, cu circa 3% sub nivelul proiecției de bază pentru anul respectiv. Ipotezele corespunzătoare privind cursul de schimb efectiv nominal

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.

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 52%. 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 1,8% sub cel al proiecției de bază în anul 2019. În acest scenariu, valorile medii ale rezultatelor unei serii de modele macroeconomice elaborate de experți indică o rată mai ridicată a inflației IAPC și o creștere mai alertă a PIB cu 0,1 și 0,2 puncte procentuale în anii 2018 și, respectiv, 2019.

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 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		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Proiecțiile experților Eurosistemului	iunie 2017	1,9 [1,6 - 2,2]	1,8 [0,8 - 2,8]	1,7 [0,6 - 2,8]	1,5 [1,4 - 1,6]	1,3 [0,6 - 2,0]	1,6 [0,7 - 2,5]
Comisia Europeană	mai 2017	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
OCDE	iunie 2017	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
Barometrul zonei euro	mai 2017	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5	1,7
Previziunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	mai 2017	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4	1,7
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	aprilie 2017	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
FMI	aprilie 2017	1,7	1,6	1,6	1,7	1,5	1,6

Sursa: Previziunile economice europene ale Comisiei Europene, primăvara anului 2017; *IMF World Economic Outlook*, aprilie 2017; *OECD Economic Outlook*, iunie 2017; previziunile *Consensus Economics Forecasts*, mai 2017; *MJEconomics for the Euro Zone Barometer*, mai 2017 și Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*), aprilie 2017.

Notă: 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, 2017

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.

ISSN 2529-4806 (pdf)
Număr catalog UE QB-CF-17-001-RO-N (pdf)