



Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE, martie 2017¹

Potrivit proiecțiilor, redresarea activității economice în zona euro se va consolida în continuare, într-un ritm ușor peste așteptările din runda precedentă. Se preconizează că redresarea globală anticipată și reziliența cererii interne, susținute de orientarea foarte acomodativă a politicii monetare, de progresele anterioare înregistrate în reducerea gradului de îndatorare la nivelul tuturor sectoarelor și de ameliorarea în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă vor sprijini redresarea economică pe parcursul orizontului de proiecție.

Creșterea recentă a prețurilor petrolului este așteptată să plaseze inflația IAPC la un nivel mediu de 1,7% în acest an. Totuși, se consideră că presiunile inflaționiste la nivelul inflației de bază vor consemna numai o creștere treptată pe parcursul orizontului de proiecție.

1

Economia reală

Indicatorii pe termen scurt sugerează o creștere economică în continuare robustă pe un orizont apropiat.

În trimestrul IV 2016, PIB real a crescut cu 0,4%. Redresarea activității economice este tot mai extinsă, atât la nivelul sectoarelor, cât și la cel al țărilor din zona euro. Condițiile pe piața forței de muncă au continuat să se amelioreze în ultimele luni, iar ratele șomajului au consemnat scăderi ușor peste așteptări. Deși indicatorii incertitudinilor asociate politicii economice au înregistrat o creștere, cei ai incertitudinilor economice și financiare se mențin la niveluri scăzute (Caseta 1). În plus, încrederea a continuat să se îmbunătățească, sugerând o creștere economică robustă în semestrul I 2017.

Pe parcursul orizontului de proiecție, se estimează că PIB real va înregistra o creștere de 1,8% în anul 2017, de 1,7% în 2018 și de 1,6% în 2019. Cererea internă a constituit pilonul principal al redresării economice începând de la jumătatea anului 2013, prin consumul privat robust și contribuția pozitivă din partea investițiilor.

¹ Aceste proiecții macroeconomice ale experților BCE 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 14 februarie 2017 (Caseta 2). Data-limită pentru includerea altor informații în cadrul acestui exercițiu a fost 20 februarie 2017, cu excepția celor privind conturile naționale trimestriale pentru Germania publicate la data de 23 februarie, care au fost incluse. 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.

Se anticipează că o serie de factori favorabili vor continua să sprijine cererea internă pe parcursul orizontului de proiecție, susținuți de orientarea foarte acomodativă a politicii monetare a BCE. De asemenea, exporturile zonei euro sunt proiectate a se consolida în cadrul orizontului de proiecție, sprijinite de redresarea anticipată a schimburilor comerciale internaționale și de deprecierea anterioară a cursului de schimb al euro.

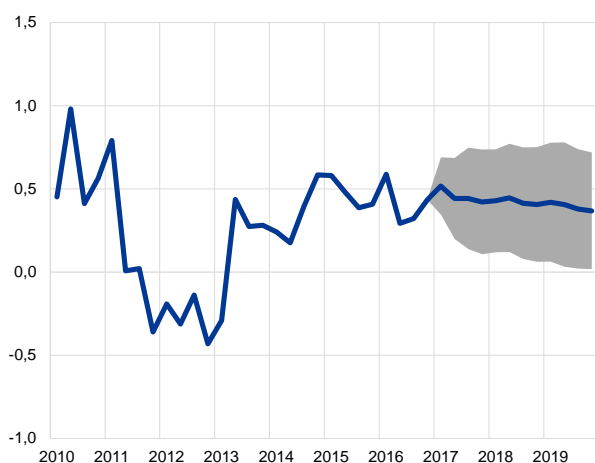
Graficul 1

Proiecții macroeconomice¹⁾

(date trimestriale)

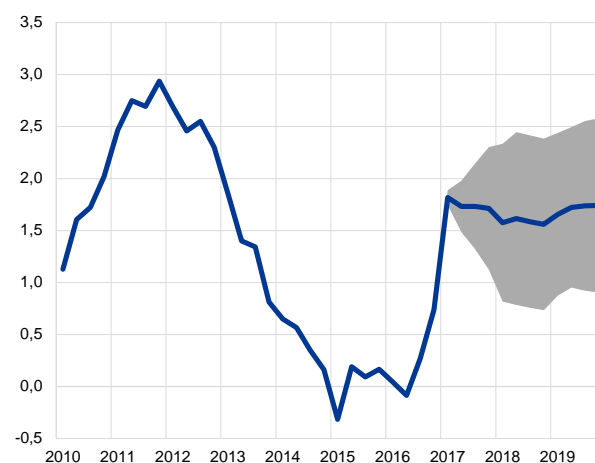
PIB real în zona euro²⁾

(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.

Caseta 1

Relevanța incertitudinilor asociate politicii economice pentru perspectivele economice ale zonei euro

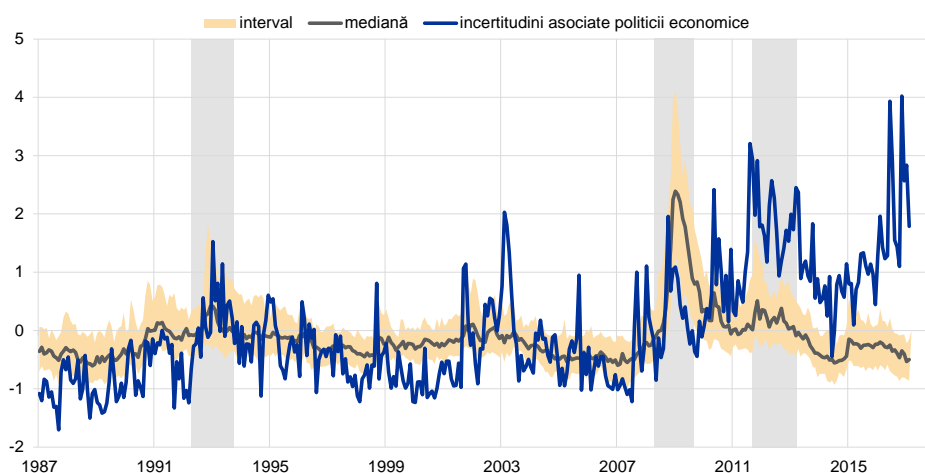
Un indicator al incertitudinilor asociate politicii economice (*economic policy uncertainty – EPU*) a consemnat o creștere puternică în ultimele luni.² Este probabil ca această creștere să fi fost legată de rezultatul referendumului din Regatul Unit privind apartenența la UE și de cel al alegerilor din Statele Unite. În prezent, este posibil ca acest indicator să reflecte și incertitudini referitoare la alegerile care urmează să aibă loc în mai multe țări din zona euro. Caseta analizează indicatorul incertitudinilor asociate politicii economice, plasându-l în contextul mai larg al indicatorilor incertitudinii și concluzionând că relevanța acestuia pentru perspectivele economice va fi, probabil, relativ limitată în contextul actual.

² Indicatorul incertitudinilor asociate politicii economice contabilizează frecvența în principalele ziare a articolelor care conțin cuvintele „incert” sau „incertitudini” și „economic” sau „economie” și unul dintre cuvintele referitoare la politici, precum „deficit” sau „reglementare”. Pentru mai multe detalii, a se vedea Baker, S., Bloom, N. și Davis, S., „Measuring economic policy uncertainty”, *NBER Working Paper Series*, nr. 21633, octombrie 2015.

În principiu, incertitudinile ridicate asociate politicii economice pot avea un impact nefavorabil asupra activității economice, întrucât pot determina întreprinderile să amâne sau să anuleze deciziile privind investițiile până la momentul atenuării incertitudinilor. În mod similar, incertitudinea poate afecta deciziile gospodăriilor populației cu privire la achizițiile majore. Totodată, incertitudinea ridicată poate conduce la creșteri ale economiilor populației în scop preventiv. De asemenea, incertitudinea poate avea un impact nefavorabil asupra activității economice prin costuri mai ridicate ale finanțării datorate majorării primelor de risc și poate descuraja băncile să acorde împrumuturi populației și companiilor.³

Indicatori ai incertitudinii în zona euro

(deviație standard de la medie)



Sursa: Baker/Bloom/Davis; *Consensus Economics*; Eurostat; Comisia Europeană; BCE și calcule BCE.

Notă: Zonele de culoare gri reflectă recesiunile din zona euro identificate de CEPR. Intervalul prezintă cea de-a 25-a și cea de-a 75-a percentilă pentru aproximativ 130 de indicatori ai incertitudinii (care se referă la incertitudinile financiare, asociate prognozelor, economice sau referitoare la politica economică) estimați pentru zona euro.

Cu toate acestea, în pofida recentei intensificări a incertitudinilor asociate politicii economice, cele mai recente evoluții economice din zona euro par să fi devenit mai robuste.

Redresarea economică în zona euro este mult mai generalizată decât cele anterioare⁴; de asemenea, aceasta se bazează, în cea mai mare parte, pe cererea internă, fiind astfel mai puțin vulnerabilă la șocuri externe. În plus, toate sectoarele instituționale sunt, în prezent, mai robuste decât erau în perioada anterioară crizei, dat fiind că gradul de îndatorare a fost redus la niveluri mai sustenabile. Încrederea în rândul gospodăriilor populației și al companiilor se menține la niveluri foarte ridicate, iar piețele financiare nu par să fi luat în calcul evenimente extreme semnificative.

Într-adevăr, există, în prezent, un decalaj considerabil între incertitudinile sporite asociate politicii economice și nivelurile relativ scăzute ale altor indicatori ai incertitudinilor economice și financiare. Graficul prezintă mediana a aproximativ 130 de indicatori ai incertitudinilor estimați pentru zona euro, cea de-a 25-a și cea de-a 75-a percentilă a acestor

³ Pentru o analiză a diferitelor canale de transmisie a incertitudinilor, a se vedea Bloom, N., „Fluctuations in uncertainty”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, nr. 2, 2014, p. 153-176.

⁴ A se vedea Caseta 1 intitulată „Economic growth in the euro area is broadening”, *Economic Bulletin*, Ediția 1, BCE, 2017.

indicatori și indicatorul incertitudinilor asociate politicii economice.⁵ Comparativ cu indicatorii individuali ai incertitudinii, mediana tuturor indicatorilor prezintă avantajul unei mai bune surprinderi a diferitelor dimensiuni ale acestora, în timp ce intervalul dintre cea de-a 25-a și cea de-a 75-a percentilă măsoară incertitudinile din jurul acestor indicatori ai incertitudinii și, totodată, exclude valorile extreme. Se poate observa că atât mediana, cât și cea de-a 25-a și cea de-a 75-a percentilă a indicatorilor incertitudinii pentru zona euro sugerează, în prezent, incertitudini scăzute. În schimb, indicatorul incertitudinilor asociate politicii economice se dovedește a fi o valoare extremă în contextul actual, chiar mai mult decât în ultimii șase ani.

Indicatorul incertitudinilor asociate politicii economice ar putea să nu furnizeze neapărat un semnal de încredere privind manifestarea unor incertitudini sporite în contextul actual.

În primul rând, indicatorul incertitudinilor asociate politicii economice nu face distincție între incertitudinile referitoare la politicile interne și cele referitoare la politicile externe. În consecință, în măsura în care firmele și consumatorii fac distincție între sursele interne și cele externe ale incertitudinilor, axându-se cu precădere pe cele interne, aceasta ar putea explica corelația relativ laxă între indicatorul incertitudinilor asociate politicii economice și alte măsuri ale incertitudinii, precum și relevanța empirică limitată a acestuia pentru anticiparea tendințelor economice în zona euro. În al doilea rând, indicatorul incertitudinilor asociate politicii economice se bazează pe articole din numai două ziare principale din fiecare țară; acest eșantion de mici dimensiuni ar putea să nu fie reprezentativ pentru percepțiile publicului larg. În al treilea rând, indicatorul incertitudinilor asociate politicii economice este mult mai volatil decât alți indicatori și înregistrează adesea salturi în momente în care alți indicatori se mențin la valori moderate sau atunci când activitatea economică pare să fi rămas neafectată. Toate aceste aspecte sugerează că este necesară utilizarea cu precauție a acestui indicator în realizarea proiecțiilor evoluțiilor economice.⁶

Expansiunea consumului privat este proiectată să rămână robustă în cadrul orizontului de proiecție. Încrederea consumatorilor s-a menținut la niveluri ridicate în ultimele luni, pe fondul ameliorării anticipațiilor privind contextul economic general și al anticipațiilor mai favorabile privind situația financiară individuală a populației. Luând în considerare, totodată, îmbunătățirea condițiilor pe piața forței de muncă, se anticipează că expansiunea consumului privat va continua pe termen scurt.

Dinamica veniturilor disponibile nominale se menține robustă. Se preconizează o majorare a contribuției din partea remunerațiilor și a salariilor brute la dinamica veniturilor disponibile nominale pe parcursul intervalului de proiecție.

Condițiile favorabile de creditare bancară, consolidate de măsurile de politică monetară ale BCE, ar trebui să sprijine expansiunea consumului privat. Deși ratele scăzute ale dobânzilor au influențat atât încasările din dobânzi, cât și plățile de dobânzi ale gospodăriilor private, resursele tind să fie redistribuite de la creditorii neși

⁵ Pentru o prezentare generală, a se vedea articolul intitulat „The impact of uncertainty on activity in the euro area”, *Economic Bulletin*, Ediția 8, BCE, 2016. A se vedea și Haddow, A., Hare, C., Hooley, J. și Shakir, T., „Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?”, *Quarterly Bulletin*, trimestrul II, Bank of England, 2013.

⁶ A se vedea și Forbes, K., „Uncertainty about uncertainty”, discurs susținut la conferința J.P. Morgan Cazenove „Best of British”, Londra, 23 noiembrie 2016, care ajunge la concluzii similare pentru Regatul Unit.

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 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.

Cu toate acestea, creșterea prețurilor petrolului are un impact nefavorabil asupra veniturilor disponibile reale, deși se estimează că netezirea intertemporală a consumului va compensa parțial efectele asupra acestuia.

Rata de economisire s-a majorat între jumătatea anului 2015 și jumătatea anului 2016, datorită faptului că gospodăriile populației au economisit o parte a câștigurilor neanticipate generate de scăderea anterioară a prețurilor petrolului. Potrivit estimărilor, corecția acestui efect temporar a început în semestrul II 2016 și se anticipează că va continua pe parcursul anului 2017, fiind amplificată de creșterea recentă a prețurilor petrolului. Pentru restul orizontului de proiecție este prognozată o stagnare a ratei de economisire, presiunile în sensul scăderii exercitate de reducerea șomajului, ameliorarea condițiilor de creditare și ratele scăzute ale dobânzilor fiind compensate de presiunile în sensul creșterii generate de necesitatea reducerii în continuare a gradului de îndatorare și de netezirea prociclică a consumului.

Caseta 2

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

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna decembrie 2016, ipotezele tehnice includ o ușoară majorare a ratelor dobânzilor pe termen lung, o creștere semnificativă a prețurilor în dolari SUA ale petrolului și o depreciere ușoară 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 14 februarie 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 1,3% în anul 2017, 1,6% în 2018 și 1,9% în 2019.⁷ Comparativ cu proiecțiile din luna decembrie 2016, anticipațiile pieței privind ratele dobânzilor pe termen scurt au rămas nemodificate, iar cele aferente ratelor dobânzilor pe termen lung au fost revizuite în sens ascendent cu 10-20 puncte de bază. 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

⁷ 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.

creditele bancare acordate sectorului privat nefinanciar din zona euro se vor menține, în linii mari, neschimbate în anul 2017 și se vor majora ușor în 2018 și 2019.

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 14 februarie, se anticipează că prețul țițeiului Brent se va majora de la 44,0 USD/baril în anul 2016 la 56,4 USD/baril în anul 2017 și la 56,5 USD/baril în 2018, urmând să scadă la 55,9 USD/baril în 2019. Această traiectorie implică faptul că prețurile petrolului în dolari SUA sunt mai ridicate cu 14,3% în 2017, cu 7,3% în 2018 și cu 2,5% în 2019, comparativ cu proiecțiile din luna decembrie 2016. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor majora substanțial în anul 2017 și vor consemna o creștere mai moderată ulterior.⁸

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 14 februarie. Această ipoteză presupune un curs de schimb mediu de 1,07 USD/EUR în perioada 2017-2019, față de 1,09 USD/EUR în proiecțiile din luna decembrie 2016. Se estimează o depreciere cu 1,3% a cursului de schimb efectiv al euro (față de 38 de parteneri comerciali) în perioada 2017-2019, comparativ cu exercițiul de proiecție din decembrie 2016.

Ipoteze tehnice

	Martie 2017				Decembrie 2016			
	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	1,3	1,6	1,9	0,8	1,2	1,5	1,7
Prețul petrolului (în USD/baril)	44,0	56,4	56,5	55,9	43,1	49,3	52,6	54,6
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	-3,9	13,2	3,5	4,6	-4,0	6,6	3,8	4,5
Cursul de schimb USD/EUR	1,11	1,07	1,07	1,07	1,11	1,09	1,09	1,09
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE38) (variații procentuale anuale)	3,7	-1,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0

Potrivit proiecțiilor, redresarea investițiilor în obiective rezidențiale în zona euro va continua. Investițiile în obiective rezidențiale s-au redresat considerabil în anul 2016, fiind susținute de dinamica puternică a veniturilor disponibile și de condițiile favorabile de finanțare. Privind în perspectivă, se anticipează că majorarea prognozată a veniturilor disponibile nominale, ratele foarte scăzute ale dobânzilor la creditele ipotecare și oportunitățile limitate privind alte investiții vor sprijini redresarea în continuare a investițiilor în obiective rezidențiale. Aceste perspective favorabile ale investițiilor de acest tip sunt indicate, de asemenea, de creșterea numărului de autorizații de construcție și a cererii de împrumuturi pentru achiziția de locuințe în

⁸ 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 2018, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială.

contextul ameliorării condițiilor de creditare bancară. În plus, procesele de ajustare pe piețele imobiliare ale unor țări din zona euro par să se fi încheiat, iar prețurile locuințelor s-au majorat în mai multe țări. Cu toate acestea, se preconizează că nivelurile ridicate ale șomajului, precum și necesitatea reducerii în continuare a gradului de îndatorare în unele țări vor continua să limiteze investițiile în obiective rezidențiale. În alte țări, se estimează că nivelurile deja ridicate ale investițiilor în obiective rezidențiale în raport cu veniturile disponibile, alături de evoluțiile demografice nefavorabile, vor reduce ritmul de creștere a acestor investiții.

Se anticipează că investițiile corporative se vor redresa. Conform proiecțiilor, o serie de factori vor sprijini evoluția investițiilor corporative: încrederea sectorului corporativ a continuat 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 depășește nivelurile medii din perioada anterioară crizei; condițiile de finanțare se mențin deosebit de favorabile; se estimează că cererea internă se va menține robustă, iar cererea externă se va consolida; 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 consemnată de prețurile acțiunilor în ultimii ani și avansul moderat al finanțării prin emisiuni de titluri de natura datoriei au plasat ponderea medie a datoriei în totalul activelor aferentă sectorului societăților nefinanciare la niveluri minime istorice. Cu toate acestea, revigorarea investițiilor corporative va fi frânată și în viitor de rigiditățile de pe piața bunurilor și serviciilor, de anticipațiile privind o creștere a PIB potențial mai redusă decât în trecut și de necesitatea de reducere în continuare a gradului de îndatorare în unele țări din zona euro. În plus, în mai multe țări, profitabilitatea scăzută a băncilor și stocurile încă ridicate de credite neperformante din bilanțuri vor continua să afecteze capacitatea de intermediere a unor sectoare bancare.

Caseta 3

Contextul internațional

Se așteaptă redresarea în continuare a dinamicii activității economice la nivel mondial.

Datele publicate recent confirmă îmbunătățirea anticipată a activității economice la nivel mondial în semestrul II 2016 și indică persistența acestei dinamici pe termen scurt. Cu toate acestea, perspectivele economiilor de piață dezvoltate și ale celor emergente sunt în continuare relativ mixte. În rândul economiilor dezvoltate, condițiile financiare favorabile, ameliorarea condițiilor pe piețele forței de muncă și măsurile de stimulare fiscală ar trebui să sprijine activitatea economică în Statele Unite, în timp ce incertitudini sporite sunt prognozate a afecta perspectivele de creștere pe termen mediu a economiei Regatului Unit, iar în Japonia se anticipează menținerea unui ritm moderat de expansiune economică. Pe piețele emergente, creșterea economică robustă consemnată de unele economii importante, alături de atenuarea progresivă a recesiunii profunde consemnate în unele țări mari exportatoare de materii prime, reprezintă principala sursă de susținere pentru creșterea economică la nivel mondial, deși încetinirea treptată a economiei Chinei rămâne un factor inhibitor. Se anticipează că majorarea prețurilor petrolului va avea un impact pe ansamblu limitat asupra activității economice la nivel global: chiar dacă sprijină într-o oarecare măsură activitatea țărilor producătoare de petrol, aceste economii încă se confruntă cu o perioadă

marcată de necesitatea unor ajustări considerabile (inclusiv consolidare fiscală), având în vedere scăderea semnificativă a prețului petrolului începând cu anul 2014. Totodată, conform proiecțiilor, consumatorii din țările importatoare de materii prime vor absorbi o parte din șoc prin intermediul ratelor de economisire mai scăzute. Activitatea economică mondială (exceptând zona euro) este proiectată a se accelera de la 3,1% în 2016 la 3,5% în 2017 și la 3,8% în 2018 și 2019, fiind revizuită în sens ușor ascendent comparativ cu exercițiul de proiecție anterior.

Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

	Martie 2017				Decembrie 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB real mondial (exceptând zona euro)	3,1	3,5	3,8	3,8	3,0	3,5	3,7	3,8
Schimburile comerciale mondiale (exceptând zona euro)¹⁾	1,2	3,4	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7	3,8
Cererea externă adresată zonei euro²⁾	1,6	2,8	3,4	3,5	1,5	2,4	3,4	3,6

1) Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

Schimburile comerciale mondiale au consemnat o ameliorare în semestrul II 2016 și se anticipează că acestea își vor menține ritmul pe parcursul orizontului de proiecție. Pe termen mediu, se estimează o expansiune a schimburilor comerciale la nivel mondial în concordanță cu redresarea activității economice pe plan global (a se vedea tabelul). Comparativ cu proiecțiile din luna decembrie 2016, cererea externă adresată zonei euro a fost revizuită în sens ascendent cu 0,4 puncte procentuale pentru anul 2017 și rămâne, în linii mari, nemodificată ulterior.

Conform proiecțiilor, exporturile în afara zonei euro vor fi susținute de redresarea cererii globale și de deprecierea ușoară a euro. Se anticipează că, pe parcursul orizontului de proiecție, cererea externă adresată zonei euro își va menține ritmul înregistrat recent, 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 reduce ritmul de creștere a 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. Exporturile în afara zonei euro sunt previzionate a depăși ritmul cererii externe, îndeosebi în anul 2017, pe seama deprecierei ușoare a euro. Conform anticipațiilor, ritmul de creștere a importurilor din afara zonei euro va fi mai rapid 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 se va menține, în linii mari, stabil la aproximativ 3,1-3,3% din PIB pe parcursul orizontului de proiecție.

Se așteaptă ca deviația negativă a PIB de la nivelul potențial să se reducă în mod constant pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând numai o creștere potențială moderată. Creșterea PIB potențial este estimată a se situa ușor peste 1% pe parcursul orizontului de proiecție și, prin urmare, a se menține cu mult inferioară dinamicii efective proiectate a PIB real de circa 1,7%. 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 creșterea populației în vârstă de muncă în contextul influxului de imigranți și o mai mare participare pe piața forței de muncă pe fondul 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. 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 mult o constrângere 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 de la 0,4% în anul 2016 la 0,8% în 2019, reflectând tiparul de evoluție prociclică, pe fondul sporirii gradului de utilizare a capitalului și a forței de muncă. Se estimează o scădere a ratei șomajului, deși într-un ritm mai lent decât în perioada recentă, pe fondul unei încetiniri a dinamicii populației ocupate mai accentuate decât cea corespunzătoare forței de muncă.

Comparativ cu proiecțiile din luna decembrie 2016, perspectivele privind creșterea PIB real au fost revizuite în sens ușor ascendent pentru anii 2017 și 2018. Conform estimărilor, cererea externă ușor mai puternică pe termen scurt, deprecierea euro și sentimentul economic mai favorabil vor anula complet impactul nefavorabil al majorării prețurilor petrolului asupra activității economice.

2 Prețuri și costuri

Perspectivele pe termen scurt ale inflației totale au fost revizuite semnificativ în sens ascendent în urma creșterii recente a prețurilor petrolului, în prezent estimându-se că inflația se va situa, în medie, la nivelul de 1,7% în perioada 2017-2019. Cu toate acestea, dinamica prețurilor produselor energetice și cea a celor non-energetice prezintă traiectorii sensibil diferite. În perioada 2016-2017, se anticipează că prețurile produselor energetice vor contribui cu 1,2 puncte procentuale la avansul inflației IAPC. Efectele de bază în sens ascendent, alături de creșterile semnificative recente ale prețurilor petrolului, explică inversarea pronunțată – de la rate negative foarte scăzute la rate considerabil pozitive – înregistrată de dinamica prețurilor produselor energetice. Profilul în general plat al curbei descrise de cotațiile *futures* ale petrolului pe parcursul orizontului de proiecție presupune însă o contribuție pozitivă mai redusă a componentei „produse energetice” la inflația totală în anii 2018 și 2019.

Spre deosebire de dinamica prețurilor produselor energetice, majorarea anticipată a inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente este mult mai graduală în cadrul orizontului de proiecție. Conform proiecțiilor, rata inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente se va situa, în medie, la 1,1% în 2017 și va crește la 1,5% și 1,8% în anii 2018 și, respectiv, 2019. Unul dintre factorii principali care stau la baza acestei accelerări graduale îl constituie creșterea preconizată a costurilor unitare cu forța de muncă, pe fondul avansării și consolidării redresării economice. Conform estimărilor, reducerea decalajului dintre cerere și ofertă pe piața forței de muncă și estomparea treptată a factorilor legați de criză, care au frânat creșterea salarială în ultimii ani, vor conduce la o revigorare a dinamicii remunerării pe salariat și, dată fiind redresarea mai modestă prognozată la nivelul productivității, la o creștere a costurilor unitare cu forța de muncă. Totodată, se estimează că revirimentul înregistrat de prețurile petrolului va contribui indirect la aceste presiuni în sensul creșterii costurilor prin intermediul majorării costurilor de producție și al repercusiunilor asupra salariilor nominale. Se anticipează o creștere constantă a marjelor de profit, ușor inhibitate de majorarea costurilor cu forța de muncă și de recenta reducere a raportului de schimb aferent comerțului internațional.

Creșterea prețurilor petrolului și ale materiilor prime non-energetice constituie principalul factor care determină inversarea presiunilor din surse externe asupra prețurilor. După o perioadă de patru ani în care prețurile de import au scăzut îndeosebi ca urmare a declinului anterior accentuat al prețurilor materiilor prime, se anticipează că ritmul anual de creștere a prețurilor importurilor va deveni pozitiv în anul 2017. Elementul principal al acestei inversări consemnate de prețurile importurilor este reprezentat de revirimentul prețurilor petrolului și ale materiilor prime non-energetice. În timp, se așteaptă ca și intensificarea treptată a presiunilor inflaționiste la nivel mondial să contribuie la aceste evoluții. Dincolo de impactul prețurilor materiilor prime, se anticipează că scăderea deficitului de cerere la nivel mondial va determina o creștere lentă a costurilor de producție pe plan internațional. Se prognozează totuși că presiunile asupra prețurilor la nivel mondial vor rămâne moderate, date fiind gradul încă semnificativ de neutilizare a capacităților de producție globale și concurența ridicată cu țările cu costuri scăzute.

Potrivit estimărilor, ameliorarea condițiilor pe piețele forței de muncă se va reflecta într-o măsură tot mai mare în creșterea costurilor cu forța de muncă pe parcursul orizontului de proiecție. Se anticipează că ritmul de creștere a remunerării pe salariat se va majora la 1,3% în anul 2016 și la 2,4% în anul 2019. Un factor principal al acestei accelerări semnificative îl constituie ameliorarea preconizată a condițiilor pe piața forței de muncă, unele părți ale zonei euro înregistrând deficite tot mai mari de forță de muncă. În plus, creșterea recentă semnificativă a inflației, care a implicat o scădere accentuată a majorărilor salariale în termeni reali, reduce riscul unor efecte negative de runda a doua pe termen scurt. În unele țări, este probabil ca, în timp, inflația mai ridicată să aibă un efect pozitiv și asupra evoluției salariilor nominale, în cazul în care procesele de negociere salarială includ un element retrospectiv important. Cu toate acestea, pentru anul 2017, potențialul exercitării, de către majorarea inflației, a unor efecte în sensul creșterii asupra salariilor negociate este limitat de faptul că, în mai multe țări, majoritatea

acestora sunt deja fixate pentru acest an. În plus, ar trebui notat faptul că, în unele țări, gradul de indexare la inflație a salariilor a fost redus substanțial în ultima perioadă. Totodată, în unele țări din zona euro, schemele de indexare salarială rămase se bazează pe rata inflației măsurată prin excluderea prețurilor produselor energetice importate, care, până în prezent, nu a înregistrat creșteri semnificative. Dincolo de impactul exercitat de inflație, în unele țări, necesitatea temperării majorărilor salariale în vederea redobândirii competitivității prețurilor sau constrângerile acumulate la nivelul politicii salariale a firmelor ar trebui să se diminueze treptat pe parcursul orizontului de proiecție și, astfel, să sprijine creșterea salarială. De asemenea, efectele inhibitoare ale reformelor de pe piața forței de muncă implementate în unele țări din zona euro în perioada crizei ar putea deveni mai puțin pronunțate, pe fondul avansului și extinderii redresării ciclice. În mod similar, impactul inhibitor asupra creșterii salariale generat de efectele ce derivă din caracteristicile sectoriale ale economiei ar trebui să scadă, pe măsură ce redresarea economică progresează, întrucât, potrivit estimărilor, creșterea ocupării forței de muncă se va generaliza la nivelul sectoarelor și va fi mai puțin axată pe sectoare cu un nivel scăzut al productivității și, prin urmare, cu niveluri reduse ale salariilor, așa cum s-a întâmplat în ultimii ani.

Se preconizează că marjele de profit vor continua să se majoreze pe parcursul orizontului de proiecție într-un ritm similar sau ușor mai lent decât cel consemnat recent.

Pe parcursul orizontului de proiecție, se estimează că marjele de profit vor beneficia de continuarea redresării economice. Pe termen scurt însă, creșterile recente ale prețurilor petrolului ar putea inhiba marjele de profit, întrucât este posibil ca firmele să nu transmită în prețuri majorarea costurilor în totalitate, îndeosebi în condițiile în care marjele de profit par să fi beneficiat și de scăderea anterioară a prețurilor petrolului. În plus, pe parcursul orizontului de proiecție, dinamica marjelor de profit va fi atenuată de creșterile estimate ale costurilor unitare cu forța de muncă.

Comparativ cu proiecțiile din luna decembrie 2016, perspectivele inflației IAPC au fost revizuite semnificativ în sens ascendent pentru anul 2017 și ușor în sens ascendent pentru anul 2018.

Revizuirea semnificativă în sens ascendent a componentei „produse energetice” a inflației IAPC pentru anul 2017 derivă din prețuri ale petrolului mai mari decât cele incluse în ipotezele din proiecțiile publicate în luna decembrie 2016. Ulterior, o curbă a cotațiilor *futures* ale petrolului mult mai plată decât cea prezentată în proiecțiile din luna decembrie 2016 implică unele revizuri marginale în sens descendent ale componentei „produse energetice” începând cu anul 2018. În schimb, inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente este revizuită ușor în sens ascendent pentru anii 2018 și 2019, reflectând unele efecte indirecte și de runda a doua generate de prețurile mai ridicate ale petrolului, precum și unele efecte în sensul creșterii generate de deprecierea euro. Se preconizează că aceste efecte în sensul creșterii vor fi ușor mai ample decât cele ale revizuirilor în sens descendent ale componentei „produse energetice” a inflației IAPC pentru anul 2018 și vor compensa, în linii mari, revizuirile în sens descendent ale componentei „produse energetice” pentru anul 2019.

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. Orientarea ușor expansionistă a politicii fiscale în anul 2016 a derivat în principal din măsuri fiscale discreționare, în timp ce factorii nediscreționari au deținut un rol mai redus și s-au referit 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 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 este prognozat a se menține, în linii mari, 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. Surplusul bugetar primar preconizat are, de asemenea, un impact favorabil asupra traiectoriei prognozate a datoriei.

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna decembrie 2016, perspectivele privind ponderea deficitului bugetar în PIB sunt mai favorabile, iar traiectoria ponderii datoriei publice în PIB a fost revizuită în sens descendent. În perioada 2017-2019, perspectivele ameliorate privind deficitul bugetar reflectă, pe de o parte, un efect de reportare favorabil din 2016 și, pe de altă parte, cheltuieli primare estimate mai scăzute. Revizuirea în sens descendent a ponderii datoriei publice în PIB reflectă perspectivele bugetare ameliorate menționate mai sus și o contribuție mai amplă la reducerea datoriei din partea diferențialului între ritmul de creștere a PIB și rata dobânzii aferentă datoriei publice, în special în 2017, determinată de perspectivele îmbunătățite ale PIB nominal în zona euro.

Tabelul 1 Proiecții macroeconomice pentru zona euro¹⁾

(variații procentuale anuale)

	Martie 2017				Decembrie 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB real¹⁾	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
		[1,5 - 2,1] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,7] ²⁾	[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,6 - 2,6] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾
Consumul privat	1,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
Consumul administrațiilor publice	2,0	1,1	1,0	1,1	2,0	1,3	1,1	1,1
Formarea brută de capital fix	2,5	2,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	2,7
Exporturi³⁾	2,9	4,3	4,1	4,0	2,7	3,7	3,9	4,0
Importuri³⁾	3,5	4,6	4,4	4,2	3,3	4,1	4,3	4,1
Ocuparea forței de muncă	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,1	0,8	0,8
Rata șomajului (% din forța de muncă)	10,0	9,4	8,9	8,4	10,0	9,5	9,1	8,7
IAPC	0,2	1,7	1,6	1,7	0,2	1,3	1,5	1,7
		[1,4 - 2,0] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[0,2 - 0,2] ²⁾	[0,8 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾
IAPC exclusiv produse energetice	0,9	1,2	1,6	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	0,9	1,1	1,5	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte⁴⁾	0,8	1,1	1,5	1,8	0,8	1,1	1,4	1,7
Costul unitar cu forța de muncă	0,9	1,1	1,4	1,6	0,8	1,0	1,3	1,5
Remunerarea pe salariat	1,3	1,8	2,1	2,4	1,2	1,7	2,1	2,4
Productivitatea muncii	0,4	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9
Soldul bugetului general consolidat (% din PIB)	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Soldul bugetar structural (% din PIB)⁵⁾	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Datoria publică brută (% din PIB)	89,3	88,0	86,4	84,5	89,4	88,5	87,3	85,7
Soldul contului curent (% din PIB)	3,4	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1

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 4

Analize ale sensitivității 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 sensitivității 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 sensitivitatea proiecțiilor la aceste variabile. De asemenea, caseta are în vedere implicațiile politicilor 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 mai degrabă plată a cotațiilor petrolului, prețul țiteiului Brent fluctuând în jurul valorii de 56 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. Totuși, cotațiile futures ale petrolului nu par să ia în calcul un efect de durată în sensul creșterii generat de acordul OPEC, probabil din cauza nivelului stocurilor, care este aproape de maximul său istoric, și a posibilei creșteri a producției de petrol din șisturi bituminoase. O combinație de modele alternative utilizate de experții BCE⁹ 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 12,4% 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 și 0,2 puncte procentuale în 2018 și 2019).

2) O traiectorie alternativă a cursului de schimb

Această analiză a sensitivității 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 s-a estimat 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 puțin graduală decât se prevedea ar putea să exercite noi presiuni în sensul deprecierei asupra euro. Aceasta ar putea 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. 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 14 februarie 2017. Această traiectorie implică o depreciere treptată a euro față de dolarul SUA la un curs de schimb de 0,98 USD/EUR în anul 2019, cu 7,6% sub nivelul proiecției de bază pentru anul respectiv. Ipotezele corespunzătoare

⁹ A se vedea combinația de patru modele prezentată în articolul intitulat „Forecasting the price of oil”, *Buletin economic*, ediția a 4-a, BCE, 2015.

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 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 4% 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 creștere mai mare a PIB real (cu 0,1-0,3 puncte procentuale pe an) și o rată mai ridicată a inflației IAPC (cu 0,1 puncte procentuale în 2017 și 0,3-0,4 puncte procentuale în anii 2018 și 2019).

3) Scenarii de evoluție a politicilor în contextul noii administrații a SUA: implicații pentru perspectivele SUA, cele mondiale și cele ale zonei euro

Propunerea Partidului Republican din SUA privind un „impozit pe venitul corporațiilor ajustat la frontieră cu schimbările comerciale în funcție de destinație” (*destination-based border-adjusted cash flow tax – DBCFT*) ar reprezenta o revizuire majoră a sistemului fiscal corporativ din SUA, ceea ce ar putea avea implicații substanțiale pentru perspectivele SUA, cu repercusiuni la nivel mondial și la nivelul zonei euro.¹⁰ Acest scenariu analizează impactul potențial al reformei fiscale propuse asupra economiei SUA, a economiei mondiale și a economiei zonei euro.

Propunerea conține patru elemente principale: (i) o ajustare la frontieră, și anume o deducere a încasărilor din exporturi, fără însă a mai fi permisă deducerea costurilor cu importurile din venitul impozabil; (ii) o trecere de la un sistem bazat pe țara de proveniență (în cadrul căruia companiile sunt impozitate în funcție de țara lor de proveniență, cu alte cuvinte dacă activele pe care le dețin sunt în Statele Unite) la un sistem bazat pe țara de destinație (în cadrul căruia companiile sunt impozitate numai pe profiturile obținute din vânzările în Statele Unite). Aceasta înseamnă că profiturile realizate din vânzări în afara Statelor Unite nu vor mai fi impozitate, indiferent de locul în care se află activele companiei. Această modificare ar descuraja transferarea profiturilor către destinații de tip „paradis fiscal” și ar încuraja firmele să își localizeze în Statele Unite veniturile impozabile realizate în străinătate; (iii) o reducere a cotei de impozitare a veniturilor corporațiilor, de la 35% la 20%; și (iv) stimulente fiscale pentru investiții noi în Statele Unite. Aceasta permite deducerea integrală a cheltuielilor cu investițiile și eliminarea deducerii plăților cu dobânzile din baza de impozitare a veniturilor.

Subvenția pentru exportatori și impozitele aplicate importatorilor ar implica o îmbunătățire substanțială a competitivității SUA și o scădere a cererii de importuri în SUA, ceea ce ar conduce la creșterea PIB în SUA. Totuși, este probabil ca această evoluție să fie parțial compensată de aprecierea dolarului SUA. Concomitent, inflația în SUA ar crește, întrucât importatorii ar transmite o parte dintre costurile suplimentare generate de majorarea impozitului în prețurile interne, iar ritmul mai alert al activității economice și creșterea ocupării forței de muncă ar conduce la o dinamizare a câștigurilor salariale pe plan intern. Cu toate acestea, majorarea inflației ar putea determina un declin al consumului privat real. Pe ansamblu, reforma fiscală ar putea conduce la o reechilibrare a economiei SUA, pe fondul reducerii deficitului comercial al SUA, în timp ce bunăstarea consumatorilor din SUA ar putea înregistra o scădere, pe seama restrângerii consumului populației.

¹⁰ A se vedea „A better way – our vision for a confident America”, 24 iunie 2016, la adresa https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf

Consecințele pentru restul lumii ar fi negative ca urmare a ajustării la frontieră. Cererea externă a SUA ar fi afectată de două efecte opuse. Pe de o parte, stimulentele fiscale determinate de cota mai scăzută de impozitare ar spori cererea în SUA și, prin urmare, importurile. Pe de altă parte, ca urmare a noului impozit aplicat importurilor în SUA, bunurile și serviciile produse în străinătate ar fi mai puțin competitive în Statele Unite. Pe ansamblu, cu excepția situației în care sunt complet compensate de fluctuațiile cursului de schimb, este probabil ca distorsiunile schimburilor comerciale introduse de ajustarea la frontieră să anuleze integral și chiar să devanseze impactul pozitiv al stimulentei fiscale asupra importurilor în SUA.

Într-un scenariu cu măsuri de retorsiune coordonate împotriva ajustării la frontiera SUA, schimburile comerciale mondiale ar consemna un declin semnificativ mai puternic, iar impactul favorabil asupra economiei SUA s-ar diminua. Având în vedere impactul negativ substanțial asupra economiei mondiale generat de impunerea unei ajustări la frontieră, recurgerea la măsuri de retorsiune împotriva Statelor Unite ar reprezenta o posibilitate. În cazul în care s-ar opta pentru aceasta, de exemplu prin aplicarea de tarife bunurilor din SUA în restul lumii, creșterea PIB în SUA ar fi afectată din cauza scăderii competitivității prin preț. Totuși, impactul pozitiv al reducerii cotei de impozitare aplicate activității economice din SUA ar putea compensa efectul negativ al măsurilor de retorsiune pe plan comercial. Cu toate acestea, în acest scenariu, schimburile comerciale internaționale ar consemna o scădere semnificativ mai puternică.

În ceea ce privește repercusiunile asupra zonei euro, efectele economice nete ar depinde de soliditatea canalelor de transmisie a șocului politicii SUA, de efectele de contagiune ale acestuia la nivel global și de reacțiile legate de aceste politici în afara Statelor Unite. În cazul în care nu s-ar recurge la măsuri de retorsiune, efectul asupra PIB în zona euro ar fi, în mod evident, negativ. Raportul de schimb s-ar deteriora în cazul tuturor partenerilor comerciali ai SUA, inclusiv zona euro. Pe ansamblu, ar exista o cerere externă mai scăzută de bunuri și servicii din zona euro și prețuri mai mici practicate de concurență, ceea ce ar afecta cererea de exporturi din zona euro.

În cazul unor măsuri de retorsiune împotriva Statelor Unite, impactul negativ asupra PIB în zona euro ar fi mai redus. Efectul de creștere a competitivității economiei SUA prin introducerea subvenției pentru export ar putea fi compensat, într-o anumită măsură, de tarife de import bilaterale impuse de alte țări. Totuși, este probabil ca efectul negativ direct generat de reducerea cererii de importuri din partea SUA, combinat cu efectele negative asupra creșterii economice în restul lumii, să determine un declin al cererii externe adresate zonei euro, precum și al PIB în zona euro.

Efectele de contagiune la nivel global ar putea fi amplificate în cazul în care variația puternică a dolarului SUA și înăsprirea condițiilor financiare ar conduce la tensiuni financiare grave în economiile de piață emergente. Scenariile descrise mai sus pornesc de la ipoteza unei aprecieri limitate a dolarului SUA și a absenței altor repercusiuni pe plan financiar pentru piețele emergente. În cazul în care aprecierea dolarului SUA ar conduce la tensiuni financiare grave în aceste economii, efectele de contagiune la nivel global ar putea fi mult mai severe.

Caseta 5

Proгноze ale altor instituții

O serie de progноze 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, 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 progноze în ceea ce privește metodele de ajustare cu numărul zilelor lucrătoare (a se vedea tabelul).

După cum se arată în tabel, progноzele 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 BCE (menționate între paranteze pătrate în tabel).

Comparația progноzelor 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 BCE	martie 2017	1,8 [1,5-2,1]	1,7 [0,7-2,7]	1,6 [0,5-2,7]	1,7 [1,4-2,0]	1,6 [0,9-2,3]	1,7 [0,8-2,6]
Comisia Europeană	februarie 2017	1,6	1,8	-	1,7	1,4	-
OCDE	martie 2017/ noiembrie 2016	1,6	1,6	-	1,2	1,4	-
Barometrul zonei euro	februarie 2017	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
Previțiunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	februarie 2017	1,6	1,5	1,3	1,6	1,4	1,6
Sondajul în rândul specialiștilor în progноză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	ianuarie 2017	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6
FMI	ianuarie 2017/ octombrie 2016	1,6	1,6	-	1,1	1,3	1,5

Sursa: Previțiunile economice europene ale Comisiei Europene, iarna anului 2017; *IMF World Economic Outlook*, actualizarea din ianuarie 2017 (PIB real); *IMF World Economic Outlook*, octombrie 2016 (IAPC); *OECD Interim Economic Outlook*, martie 2017 (PIB real); *OECD Economic Outlook*, noiembrie 2016 (IAPC); previziunile *Consensus Economics Forecasts*, februarie 2017; *MJEconomics for the Euro Zone Barometer*, februarie 2017; și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în progноză (*Survey of Professional Forecasters*), ianuarie 2017.

Notă: Atât proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului și ale experților BCE, cât și progноzele 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 progноze 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 2529-458X (pdf)
Număr catalog UE QB-CE-17-001-RO-N (pdf)