



Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE – septembrie 2016¹

Potrivit proiecțiilor, redresarea activității economice în zona euro va continua, deși ritmurile de creștere vor fi ușor inferioare celor preconizate în proiecțiile din luna iunie 2016. Se anticipează că o revizuire substanțială în sens descendent a cererii externe, asociată îndeosebi cererii mult mai scăzute de importuri înregistrate în Regatul Unit în urma referendumului privind apartenența la UE, va atenua dinamica exporturilor zonei euro. Cu toate acestea, votul privind „Brexit” a avut, până în prezent, un impact redus asupra indicatorilor privind încrederea și incertitudinile în zona euro, perspectivele redresării economice rămânând, în mare parte, intacte. Pe parcursul orizontului de proiecție, orientarea acomodativă a politicii monetare, prețurile încă relativ scăzute ale petrolului, ameliorarea condițiilor pe piața forței de muncă și progresele înregistrate în reducerea gradului de îndatorare la nivelul tuturor sectoarelor ar trebui să susțină evoluția cererii interne în contextul unei redresări globale progresive. Se estimează că PIB real va înregistra o creștere anuală de 1,7% în anul 2016 și de 1,6% în 2017 și 2018.

Conform proiecțiilor, inflația IAPC se va situa, în medie, la 0,2% în 2016, fiind puternic inhibată de contribuția negativă a dinamicii prețurilor produselor energetice asociată scăderii pronunțate anterioare a cotațiilor petrolului. Pe fondul corecției acestui efect la începutul anului 2017, se anticipează o creștere substanțială a inflației IAPC, la 1,2%, în anul respectiv. Se estimează că redresarea economică în curs și reducerea deficitului de cerere din economie vor favoriza treptat majorarea inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente pe parcursul orizontului de proiecție, care ar trebui să sprijine accelerarea în continuare a inflației totale la 1,6% în 2018.

1

Economia reală

Se anticipează că redresarea activității economice în zona euro va continua.

PIB în zona euro pentru anul 2015 a fost revizuit semnificativ în sens ascendent ca

¹ Proiecțiile macroeconomice ale experților BCE reprezintă o contribuție la evaluarea Consiliului guvernatorilor privind evoluțiile economice și riscurile la adresa stabilității prețurilor. Informații referitoare la procedurile și metodele utilizate sunt prezentate în documentul intitulat *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, BCE, iulie 2016, disponibil pe website-ul BCE. Data-limită pentru includerea ipotezelor tehnice, precum prețurile petrolului și cursurile de schimb, a fost 11 august 2016 (Caseta 2). Data-limită pentru includerea altor informații în cadrul acestui exercițiu a fost 18 august 2016, cu excepția informațiilor privind Germania și Spania, pentru care au fost incluse datele referitoare la PIB din 24 și, respectiv, 25 august. Exercițiul actual de proiecție macroeconomică se referă la perioada 2016-2018. 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.

urmare a unei revizuirii considerabile în sens ascendent a PIB al Irlandei, care a reflectat, la rândul său, în principal restructurarea unor mari întreprinderi multinaționale, ceea ce a condus la majorarea puternică a nivelului activelor fixe în această țară. Revizuirea presupune o modificare a nivelului cifrelor privind PIB, dar nu relevă o accelerare a ritmului de creștere economică nici în zona euro, nici în Irlanda. Potrivit celei mai recente estimări a Eurostat, creșterea PIB real în trimestrul II 2016 s-a normalizat la 0,3%, în scădere de la nivelul de 0,5% consemnat în trimestrul I, pe fondul dispărării efectelor favorabile ale unor factori temporari. În pofida rezultatului referendumului din Regatul Unit, încrederea sectorului corporativ și a consumatorilor din zona euro a rămas relativ robustă, iar indicatorii privind volatilitatea pe piețele financiare și incertitudinile macroeconomice generale s-au menținut la niveluri scăzute (Caseta 1). Acești indicatori sugerează o creștere economică susținută pe termen scurt.

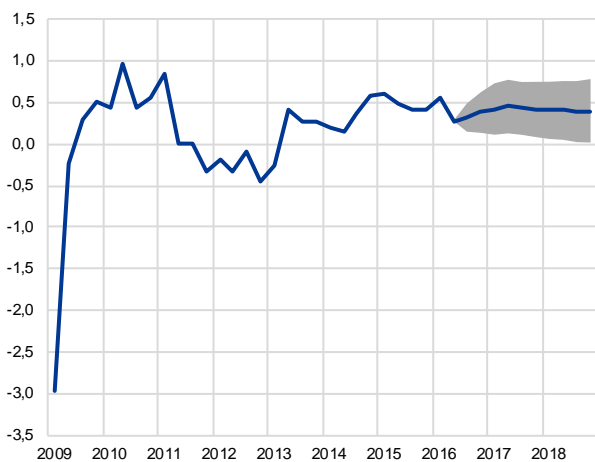
Graficul 1

Proiecții macroeconomice¹⁾

(date trimestriale)

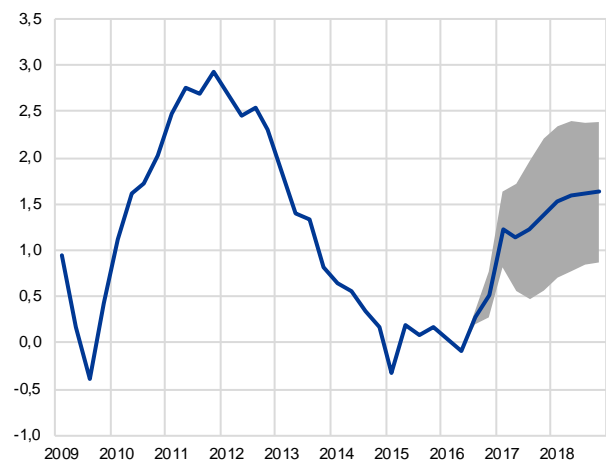
PIB real în zona euro²⁾

(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 estimează că PIB real va înregistra o creștere anuală de 1,7% în anul 2016 și de 1,6% în 2017 și 2018. Conform proiecțiilor, reziliența cererii interne va rămâne elementul principal al creșterii PIB real, fiind susținută îndeosebi de orientarea acomodativă a politicii monetare a BCE și de politica fiscală favorabilă în anul 2016. Se preconizează că dinamica exporturilor se va intensifica ușor pe seama redresării globale progresive anticipate, dar va fi inferioară celei a importurilor, contribuția

negativă a exporturilor nete diminuându-se treptat pe parcursul orizontului de proiecție.

Caseta 1

Impactul rezultatului referendumului din Regatul Unit privind apartenența la UE asupra perspectivelor economice ale zonei euro

Se anticipează că decizia Regatului Unit de a părăsi Uniunea Europeană va avea un impact nefavorabil asupra economiei zonei euro, în principal prin intermediul legăturilor comerciale, dat fiind că perspectivele economiei Regatului Unit au fost revizuite semnificativ în sens descendent. Proiecția de bază actuală privind Regatul Unit este construită în jurul speranței pe o perioadă îndelungată a incertitudinilor care grevează activitatea economică. Potrivit proiecțiilor, creșterea PIB în Regatul Unit se va diminua considerabil în semestrul II 2016 și în 2017. Se estimează că încetinirea dinamicii PIB în această țară va fi generată de scăderea pronunțată a investițiilor și de expansiunea mai lentă a consumului privat. S-a pornit de la premisa conform căreia incertitudinile legate de rezultatul negocierilor privind schimburile comerciale vor afecta suplimentar variabilele comerciale, întrucât companiile pot ezita să încheie noi acorduri comerciale pe termen mai lung atât timp cât relațiile viitoare dintre Regatul Unit și Uniunea Europeană nu sunt clare. Prin urmare, reflectând inclusiv deprecierea lirei sterline, importurile Regatului Unit au fost revizuite substanțial în sens descendent pe parcursul orizontului de proiecție, comparativ cu proiecțiile din luna iunie 2016. Dinamica exporturilor Regatului Unit a fost, de asemenea, revizuită în sens descendent, dar cu un procent inferior, deoarece se anticipează că aceasta va fi parțial susținută de deprecierea lirei sterline în termeni efectivi. Se preconizează că activitatea economică în Regatul Unit se va redresa ușor în anul 2018, datorită politicii monetare expansioniste.

Conform proiecțiilor, activitatea economică în zona euro va fi afectată îndeosebi prin intermediul reducerii exporturilor. Luând în considerare inclusiv efectele de contagiune la nivel mondial, Brexit va avea, pe parcursul orizontului de proiecție, un impact considerabil în sensul scăderii asupra cererii externe adresate zonei euro, însumând aproximativ 1,3 puncte procentuale. Efectele nefavorabile ale scăderii cererii externe asupra creșterii PIB real variază la nivelul țărilor din zona euro, reflectând diferențele în materie de legături comerciale cu Regatul Unit. Pe lângă aceste efecte de natură comercială, există și efecte ale cursului de schimb specifice la nivel de țară și asociate Brexit, provenite din deprecierea pronunțată a lirei sterline față de euro în urma referendumului din Regatul Unit. Totuși, în cazul tuturor statelor membre ale zonei euro, cu excepția Irlandei, aprecierea euro față de lira sterlină a fost complet anulată de deprecierea euro față de alte valute principale în termeni efectivi. În plus, ratele dobânzilor pe termen lung au fost revizuite semnificativ în sens descendent ulterior referendumului, ceea ce poate reflecta modificări ale anticipațiilor privind politica monetară viitoare în zona euro și la nivel mondial. Acești doi factori diminuează impactul nefavorabil al Brexit asupra perspectivelor creșterii economice în zona euro.

Proiecția privind creșterea economică în zona euro include și efecte suplimentare în sensul scăderii, specifice la nivel de țară. Acestea se referă, de exemplu, la efecte negative asupra încrederii în unele state care au legături strânse cu Regatul Unit, precum și la scăderea turismului și evoluții nefavorabile ale pieței imobiliare în alte țări. Totodată, revizuirea în sens descendent a perspectivelor creșterii economice în Regatul Unit este generată în principal de evoluția mult mai

modestă a investițiilor, afectând în mod disproporționat partenerii comerciali care furnizează Regatului Unit bunuri de capital.

Există riscuri semnificative în sensul scăderii asociate Brexit la adresa proiecțiilor privind zona euro. Negocierile dintre Regatul Unit și Uniunea Europeană se pot dovedi mai dificile decât se anticipează, ceea ce ar putea afecta și mai mult perspectivele comerciale. Persistența incertitudinilor poate conduce la deteriorarea încrederii și la reducerea activității economice pe parcursul orizontului de proiecție. Scăderea cererii Regatului Unit de locuințe în afara țării ar putea afecta, de asemenea, evoluția investițiilor rezidențiale în unele economii din zona euro. Pe de altă parte, pot fi identificate riscuri în sensul creșterii în unele țări din zona euro, asociate relocalizării de servicii financiare sau fluxuri de investiții străine directe (ISD) destinate Regatului Unit, care sunt, în schimb, investite în țara de origine sau în alte țări din zona euro.

Potrivit proiecțiilor, cheltuielile aferente consumului privat vor înregistra o creștere semnificativă în anul 2016 și se vor menține robuste ulterior.

Încrederea consumatorilor se menține mult peste nivelurile medii istorice, sugerând continuarea expansiunii consumului privat în semestrul II 2016. Perspectivele dinamicii veniturilor disponibile nominale rămân pozitive, majorarea în continuare a gradului de ocupare a forței de muncă fiind însoțită de o ușoară consolidare a ritmului de creștere a remunerării pe salariat. Alte venituri personale ar trebui să aibă o contribuție pozitivă la majorarea veniturilor disponibile nominale, în linii mari în concordanță cu evoluția profiturilor. Conform anticipațiilor, ritmul de creștere a veniturilor disponibile reale se va accelera în anul 2016 și va încetini în 2017 și ulterior, reflectând cu precădere traiectoria dinamicii prețurilor produselor energetice. Ameliorarea condițiilor de creditare bancară, susținută de măsurile de politică monetară ale BCE, ar trebui să sprijine expansiunea consumului privat. Deși ratele mai scăzute ale dobânzilor au afectat încasările din dobânzi și plățile de dobânzi ale gospodăriilor private în proporții relativ similare – veniturile nete medii din dobânzi ale gospodăriilor populației din zona euro rămânând, în mare parte, nemodificate –, resursele sunt redistribuite de la deponenții neți la debitorii neți. Întrucât aceștia din urmă au, de regulă, o înclinație marginală mai pronunțată spre consum, redistribuirea încasărilor din dobânzi/plăților de dobânzi ar trebui să sprijine în continuare consumul agregat. În plus, progresele înregistrate în reducerea gradului de îndatorare ar trebui să susțină, de asemenea, expansiunea consumului privat. În ansamblu, ritmul anual mediu de creștere a consumului privat este proiectat a se situa la 1,7% în anul 2016, 1,6% în 2017 și 1,5% în 2018.

Se anticipează scăderea ratei de economisire până la jumătatea anului 2017 și menținerea acesteia, în linii mari, stabilă în perioada următoare. Potrivit

estimărilor, rata de economisire s-a majorat ușor în semestrul II 2015 și, ulterior, în semestrul I 2016, reflectând transmiterea parțială și treptată a creșterii veniturilor reale asociate prețurilor petrolului la nivelul cheltuielilor de consum. Se preconizează că acest impact în sens ascendent asupra ratei de economisire va fi temporar, corecția sa implicând o scădere a ratei între finele anului 2016 și jumătatea anului 2017. Pentru restul orizontului de proiecție, este prognozată o stagnare a ratei

de economisire, reflectând acțiunea mai multor factori divergenți. Deși reducerea șomajului, ameliorarea condițiilor de creditare și ratele scăzute ale dobânzilor sugerează o diminuare a ratei de economisire în unele țări, necesitatea reducerii gradului de îndatorare va conduce probabil la majorarea acestei rate în mai multe țări vulnerabile.

Caseta 2

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

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna iunie 2016, modificările ipotezelor tehnice se referă la o scădere ușoară a prețurilor în dolari SUA ale petrolului, o depreciere modestă a cursului de schimb efectiv al euro și o reducere semnificativă a ratelor dobânzilor pe termen lung pe piață.

Ipoteze tehnice

	Septembrie 2016				Iunie 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	1,2	0,7	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,4
Prețul petrolului (în USD/baril)	52,4	42,8	47,4	50,6	52,4	43,4	49,1	51,3
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	-19,9	-3,0	5,3	4,2	-19,9	-3,3	4,3	4,6
Cursul de schimb USD/EUR	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,13	1,14	1,14
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE38) (variații procentuale anuale)	-7,1	3,6	-0,1	0,0	-7,1	4,2	0,2	0,0

Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței, data-limită pentru includerea ultimelor informații fiind 11 august 2016.

Ratele dobânzilor pe termen scurt se referă la EURIBOR la trei luni, anticipațiile pieței fiind derivate din ratele dobânzilor *futures*. Conform acestei metodologii, ratele dobânzilor pe termen scurt se vor situa, în medie, la -0,3% în anul 2016 și la -0,4% în 2017 și 2018. Anticipațiile pieței cu privire la randamentele nominale ale obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani din zona euro indică un nivel mediu de 0,7% în anul 2016, de 0,6% în 2017 și de 0,8% în 2018.² În concordanță cu traiectoria ratelor dobânzilor pe piața contractelor *forward* și cu transmiterea treptată a modificărilor ratelor dobânzilor de pe piața interbancară la nivelul ratelor dobânzilor active, se preconizează că ratele dobânzilor agregate la creditele bancare acordate sectorului privat nefinanciar din zona euro se vor reduce ușor în anul 2016, vor continua să se diminueze moderat în 2017 și vor consemna o creștere marginală în 2018. 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 11 august, se anticipează că prețul țițeiului Brent se va reduce de la 52,4 USD/baril în

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.

anul 2015 la 42,8 USD/baril în anul 2016, urmând să crească la 47,4 USD în 2017 și 50,6 USD în 2018, niveluri mai scăzute, în medie, cu aproximativ 1 USD/baril pe parcursul orizontului de proiecție față de proiecțiile din iunie 2016. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor reduce ușor în anul 2016 și vor înregistra o creștere în anii 2017 și 2018.³ În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se preconizează că acestea vor rămâne nemodificate pe parcursul orizontului de proiecție, la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni anterioară datei-limită de 11 august. Această ipoteză presupune un curs de schimb mediu de 1,11 USD/EUR în cadrul orizontului de proiecție, față de 1,14 USD/EUR în proiecțiile din luna iunie 2016. În pofida deprecierei pronunțate a lirei sterline față de euro în urma referendumului din Regatul Unit, cursul de schimb efectiv al euro (față de 38 de parteneri comerciali) este mai depreciat cu 0,5% în anul 2016 și cu 0,9% în 2017 și 2018 comparativ cu cel estimat în cadrul exercițiului de proiecție din luna iunie.

Se așteaptă o redresare modestă a investițiilor rezidențiale în zona euro.

Accelerarea proiectată a creșterii veniturilor disponibile nominale și ratele foarte scăzute ale dobânzilor la creditele ipotecare vor sprijini redresarea susținută a investițiilor în obiective rezidențiale. Această evoluție este indicată, de asemenea, de numărul în creștere de autorizații de construcție și de sporirea cererii de împrumuturi pentru achiziția de locuințe în contextul ameliorării condițiilor de creditare bancară. În plus, procesele de ajustare pe piețele imobiliare din unele țări par să se fi încheiat, iar prețurile locuințelor au început să se majoreze. Cu toate acestea, nivelurile ridicate ale șomajului și ale îndatorării populației din unele țări, precum și evoluțiile demografice nefavorabile afectează creșterea investițiilor în obiective rezidențiale.

Se preconizează că investițiile corporative vor continua să se redreseze.

Conform proiecțiilor, o serie de factori vor sprijini redresarea investițiilor: încrederea continuă să se îmbunătățească pe seama anticipațiilor favorabile privind producția și a inversării anticipațiilor privind prețurile de vânzare; gradul de utilizare a capacităților de producție a depășit media pe termen lung; condițiile de finanțare și de creditare bancară s-au ameliorat substanțial, susținute de măsurile neconvenționale de politică monetară ale BCE; se estimează că cererea internă se va menține robustă, iar cererea externă se va consolida; a apărut necesitatea de a moderniza stocul de capital după mai mulți ani de investiții scăzute; și se anticipează creșterea marjelor de profit în contextul unui nivel deja ridicat al lichidității în sectorul societăților nefinanciare. De asemenea, redresarea puternică a prețurilor acțiunilor în ultimii ani și expansiunea moderată a finanțării prin emisiuni de titluri de natura datoriei au adus gradul de îndatorare (ponderea datoriei în totalul activelor) a sectorului societăților nefinanciare în apropierea nivelurilor minime istorice. Cu toate acestea, revigorarea investițiilor corporative va fi frânată în continuare de rigiditățile de pe piața bunurilor și serviciilor și de pe piața forței de muncă și de anticipațiile privind o creștere mai redusă a PIB potențial.

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

Exporturile în afara zonei euro sunt afectate semnificativ de revizuirea în sens descendent a cererii externe adresate zonei euro, în mare parte ca urmare a deteriorării perspectivelor Regatului Unit. Se anticipează că cererea externă va cunoaște numai o intensificare modestă începând cu jumătatea anului 2016, în concordanță cu redresarea activității economice la nivel mondial, generată în principal de economiile de piață emergente. Cu toate acestea, ritmurile proiectate de creștere a cererii externe se vor menține mult inferioare celor consemnate în perioada anterioară crizei. Impactul nefavorabil preconizat asupra exporturilor în afara zonei euro este numai parțial atenuat de efectele favorabile ale deprecierei cursului de schimb efectiv al euro. În ansamblu, se estimează că dinamica exporturilor în afara zonei euro va înregistra numai un avans modest începând cu semestrul II 2016. Conform proiecțiilor, cotele de piață ale exporturilor se vor majora marginal pe termen scurt, ca urmare a deprecierei cursului de schimb al euro, și vor stagna ulterior. Se anticipează că dinamica importurilor din afara zonei euro se va menține relativ limitată pe parcursul orizontului de proiecție. Importurile se vor intensifica în concordanță cu elasticitatea istorică a acestora în raport cu cererea totală, deși ritmul lor de creștere va fi în continuare relativ mai rapid decât cel al exporturilor. În consecință, se estimează că excedentul de cont curent se va reduce la 3,3% în anul 2018.

Caseta 3

Contextul internațional

Se anticipează o consolidare treptată a activității economice la nivel mondial. Brexit marchează materializarea unui risc în sensul scăderii care afectează perspectivele globale deja modeste. Deși volatilitatea înregistrată pe piețele financiare internaționale în urma referendumului din Regatul Unit a fost de scurtă durată și limitată parțial de anticipațiile privind orientarea în continuare acomodativă a politicii monetare, perspectivele Regatului Unit s-au deteriorat, inhibând cererea pe plan internațional. De asemenea, în pofida unor semne timide de întrerupere a tendinței descendente a activității economice în principalele economii de piață emergente exportatoare de materii prime, indicatorii globali au relevat o creștere economică modestă la nivel mondial chiar înainte de referendumul din Regatul Unit. Privind în perspectivă, se anticipează că redresarea globală se va menține foarte graduală. Politicile acomodative ar trebui să sprijine perspectivele creșterii economice în economiile dezvoltate, în timp ce atenuarea progresivă a recesiunii profunde consemnate în unele economii de piață emergente de dimensiuni mari, îndeosebi în Rusia și Brazilia, ar trebui să stimuleze creșterea economică la nivel mondial, compensând încetinirea structurală din China.

Dinamica schimburilor comerciale mondiale se menține scăzută. Evoluțiile ciclice nefavorabile din economiile de piață emergente, îndeosebi din țările exportatoare de materii prime, în care investițiile s-au redus, au afectat schimburile comerciale mondiale în ultimele trimestre. Pe fondul corecției acestor șocuri, importurile globale ar trebui să cunoască o redresare modestă în trimestrele următoare. Pe termen mediu, proiecția se bazează pe ipoteza potrivit căreia elasticitatea schimburilor comerciale în raport cu creșterea economică la nivel mondial se situează la aproximativ 1, nivel semnificativ inferior celor consemnate în perioada anterioară crizei. Se

estimează că ritmul de creștere a cererii externe adresate zonei euro se va intensifica de la 1,6% în anul 2016 la 2,6% în 2017 și la 3,5% în 2018.

Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

	Septembrie 2016				Iunie 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB real mondial (exceptând zona euro)	3,2	3,0	3,5	3,7	3,1	3,1	3,7	3,8
Schimburi comerciale mondiale (exceptând zona euro) ¹⁾	0,7	0,9	2,8	3,7	0,7	1,8	3,5	4,0
Cererea externă adresată zonei euro ²⁾	0,6	1,6	2,6	3,5	0,6	2,0	3,5	4,0

1) Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

Comparativ cu proiecțiile din luna iunie 2016, activitatea economică la nivel mondial și cererea externă adresată zonei euro au fost revizuite în sens descendent.

Revizuirile în sens descendent ale cererii externe adresate zonei euro cu 0,4 puncte procentuale, 0,9 puncte procentuale și 0,5 puncte procentuale în anii 2016, 2017 și, respectiv, 2018 reflectă îndeosebi anticipațiile privind o dinamică mai scăzută a importurilor din Regatul Unit și efectele de contagiune ale acesteia la nivel mondial.

Se așteaptă ca deviația negativă a PIB de la nivelul potențial în zona euro să se reducă în mod constant pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând numai o creștere moderată a PIB potențial. Creșterea PIB potențial este estimată să se intensifice ușor pe parcursul orizontului de proiecție, menținându-se însă mult sub nivelul de circa 1,7% înregistrat în perioada anterioară crizei. Ritmul redus de creștere a PIB potențial reflectă îndeosebi o contribuție relativ scăzută din partea capitalului, după o perioadă prelungită în care investițiile au fost foarte modeste. Potrivit proiecțiilor, contribuția din partea ocupării forței de muncă se va ameliora pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând creșterea populației în vârstă de muncă în contextul influxului de refugiați și al unei mai mari participări pe piața forței de muncă, parțial pe seama reformelor structurale anterioare. Cu toate acestea, ca urmare a îmbătrânirii populației, contribuția din partea ocupării forței de muncă se va menține relativ inferioară mediei consemnate în perioada anterioară crizei. În schimb, contribuția anticipată din partea productivității totale a factorilor de producție corespunde, în linii mari, 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 gradului de ocupare a forței de muncă pe parcursul orizontului de proiecție, deși această creștere va fi relativ inferioară celei din ultimele trimestre. Pe termen scurt, aceasta reflectă cu precădere o normalizare, pe fondul dispării unor factori favorabili temporari, iar pentru restul orizontului de proiecție, ipoteza potrivit căreia deficitele pe piața forței calificate de muncă vor exercita constrângeri mai puternice în unele părți ale zonei euro. Se estimează o scădere a ratei șomajului, deși într-un ritm mai lent decât în anul 2015, pe fondul anticipațiilor potrivit cărora dinamica mai robustă a forței de muncă, reflectând influxul de refugiați și efectul

persoanelor încurajate de îmbunătățirea condițiilor economice, va compensa parțial impactul creșterii ocupării forței de muncă asupra ratei șomajului. Aceste evoluții ale ocupării forței de muncă presupun un avans al dinamicii productivității muncii de la 0,4% în anul 2016 la 0,9% în 2018, în concordanță cu tiparul obișnuit de evoluție prociclică.

Comparativ cu proiecțiile din luna iunie 2016, perspectivele privind creșterea PIB real au fost revizuite în sens ușor descendent pe parcursul orizontului de proiecție. Această corecție reflectă impactul nefavorabil al revizuirii în sens descendent a cererii externe asupra exporturilor zonei euro, care este numai parțial compensat de efectul favorabil al reducerii ratelor dobânzilor pe termen lung, al deprecierei cursului de schimb efectiv al euro și al unor măsuri suplimentare de sprijin fiscal.

2 Prețuri și costuri

Conform proiecțiilor, rata inflației IAPC se va situa, în medie, la 0,2% în 2016 și va crește semnificativ la 1,2% și 1,6% în anii 2017 și, respectiv, 2018. Se anticipează că atenuarea efectului puternic în sens descendent al scăderii anterioare a prețurilor petrolului va conduce la o majorare semnificativă a inflației totale la începutul anului 2017, până la 1,2% în trimestrul I. Pe baza curbei cotațiilor *futures* ale petrolului, se așteaptă un avans al contribuției dinamicii prețurilor produselor energetice la inflația totală de la -0,6 puncte procentuale în anul 2016 la circa +0,1-0,2 puncte procentuale în 2017 și 2018, ceea ce echivalează cu o contribuție de 0,7 puncte procentuale la creșterea inflației totale în perioada 2016-2017.

Se anticipează o creștere a inflației IAPC exclusiv alimente și produse energetice, pe fondul reducerii lente a deficitului de cerere din economie.

Potrivit anticipațiilor, ameliorarea condițiilor pe piața forței de muncă, reflectată de scăderea considerabilă a ratei șomajului, va stimula dinamizarea progresivă a câștigurilor salariale pe parcursul orizontului de proiecție. Pe fondul redresării economice în curs, se estimează că sprijinirea în continuare a inflației de bază se va materializa prin intermediul ameliorării marjei de decizie a companiilor în procesul de stabilire a prețurilor și al majorării asociate a marjelor de profit. Diminuarea efectelor inhibitoare indirecte generate de evoluțiile prețurilor materiilor prime energetice și non-energetice ar trebui să contribuie, de asemenea, la creșterea preconizată a inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente. De asemenea, efecte în sensul creșterii pot fi anticipate și ca urmare a intensificării, în general, a presiunilor asupra prețurilor la nivel mondial, dar se estimează că diminuarea treptată a presiunilor în sens ascendent generate de deprecierea anterioară a euro va afecta creșterea inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente pe parcursul orizontului de proiecție. În ansamblu, conform proiecțiilor, rata inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente se va situa, în medie, la 0,9% în 2016 și va crește la 1,3% și 1,5% în anii 2017 și, respectiv, 2018.

Presiunile din surse externe asupra prețurilor vor contribui la intensificarea inflației, dinamica prețurilor importurilor fiind așteptată să devină pozitivă în anul 2017, după o perioadă prelungită, de patru ani, în care s-au înregistrat variații anuale negative ale prețurilor. Se preconizează că deflatorul importurilor va continua să scadă în anul 2016, dar va cunoaște o revigorare în 2017 și 2018. Un element principal al inversării presiunilor asupra prețurilor importurilor îl reprezintă majorarea estimată a prețurilor materiilor prime și, în special, a prețurilor petrolului indicate de curbele cotațiilor *futures*, după scăderile accentuate consemnate în anii anteriori. Efectele de bază puternice în sens ascendent dețin, de asemenea, un rol semnificativ în inversarea variației anuale a deflatorului importurilor în perioada 2016-2017. Dincolo de acești factori, intensificarea treptată a presiunilor inflaționiste la nivel mondial în general, reflectată, de exemplu, de accelerarea proiectată a dinamicii globale a prețurilor de consum, ar trebui să contribuie la creșterea presiunilor din surse externe asupra prețurilor în zona euro.

Se anticipează că reducerea decalajului dintre cerere și ofertă pe piața forței de muncă și majorarea inflației totale vor sprijini dinamizarea câștigurilor salariale în anii 2017 și 2018. În pofida reducerii în continuare a decalajului dintre cerere și ofertă pe piața forței de muncă în ultimii ani, dinamica salarială s-a menținut, în linii mari, stabilă până în prezent. Pe lângă acest decalaj și inflația scăzută, printre factorii care au continuat probabil să afecteze ritmul câștigurilor salariale în cadrul redresării economice actuale se numără procesele de ajustare derulate la nivelul țărilor în scopul redobândirii sau menținerii competitivității prețurilor, consolidate de reformele pe piața forței de muncă implementate în perioada crizei. În plus, noi locuri de muncă par să fi fost create, în special în sectoarele cu o productivitate scăzută a muncii și, prin urmare, cu niveluri mai reduse ale salariilor, inhibând majorarea salariilor la nivel agregat prin intermediul unor efecte ce derivă din caracteristicile sectoriale ale economiei. Pe parcursul orizontului de proiecție, se estimează o ușoară diminuare a importanței acestor efecte inhibitoare asupra salariilor și o reducere în continuare a decalajului dintre cerere și ofertă pe piața forței de muncă, ceea ce ar trebui să permită intensificarea creșterii remunerării pe salariat de la 1,2% în anul 2016 la 1,8% în 2017 și la 2,2% în 2018.

Marjele de profit ar trebui să beneficieze de redresarea în curs a economiei pe parcursul orizontului de proiecție. În anul 2015, marjele de profit au fost stimulate de evoluțiile modeste ale costului cu forța de muncă și de scăderea pronunțată a prețurilor petrolului, care nu pare să se fi propagat în totalitate la nivelul prețurilor de consum. Pe fondul disipării anticipate a acestui efect în anul 2016, se așteaptă o scădere a dinamicii marjelor de profit. Cu toate acestea, se estimează că ameliorările ciclice preconizate ale activității economice pe parcursul orizontului de proiecție vor continua să favorizeze marja de decizie a companiilor în procesul de stabilire a prețurilor și, implicit, marjele de profit, în pofida efectului inhibitor al majorării costurilor cu forța de muncă.

Comparativ cu proiecțiile din luna iunie 2016, perspectivele inflației IAPC sunt, în linii mari, nemodificate pe parcursul orizontului de proiecție.

Conform proiecțiilor, orientarea politicii fiscale va fi expansionistă în anul 2016 și va deveni neutră în 2017 și 2018. Orientarea politicii fiscale este măsurată ca variație a soldului primar ajustat ciclic după excluderea asistenței din fonduri publice acordate sectorului financiar. Orientarea expansionistă a politicii fiscale în 2016 derivă în principal din măsuri fiscale discreționare, în timp ce factorii nediscreționari dețin un rol mai redus și se referă, printre altele, la o reducere marginală a veniturilor nefiscale.

Pe parcursul orizontului de proiecție, se estimează că ponderea deficitului bugetului general consolidat și cea a datoriei publice în PIB se vor înscrie pe o traiectorie descendentă. În anul 2016, scăderea plăților cu dobânzile și ameliorarea componentei ciclice au anulat complet deteriorarea soldului primar ajustat ciclic. În perioada 2017-2018, scăderea în continuare a plăților cu dobânzile și ameliorarea atât a componentei ciclice, cât și a soldului primar determină reducerea în continuare a deficitului bugetar. Restrângerea progresivă a datoriei publice pe parcursul orizontului de proiecție este susținută, în principal, de diferențialul favorabil între ritmul de creștere a PIB și rata dobânzii aferentă datoriei publice, având în vedere redresarea economică prognozată, precum și ipotezele privind ratele scăzute ale dobânzilor. Se anticipează că soldul bugetar primar va înregistra ușoare excedente, ceea ce ar trebui să aibă, de asemenea, un impact favorabil asupra traiectoriei prognozate a datoriei.

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna iunie, perspectivele fiscale sunt, în linii mari, nemodificate în ceea ce privește ponderea deficitului bugetar în PIB și mai favorabile în ceea ce privește ponderea datoriei publice în PIB. Se preconizează că ponderea datoriei publice în PIB va fi mai scăzută pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând îndeosebi revizuirea în sens ascendent a PIB nominal al Irlandei pentru anul 2015, care a redus cu circa 0,4% ponderea datoriei publice în PIB în zona euro.

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

(variații procentuale anuale)

	Septembrie 2016				Iunie 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB real ¹⁾	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
		[1,5 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾		[1,3 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,9] ²⁾
Consumul privat	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,5
Consumul administrațiilor publice	1,4	1,7	0,9	1,0	1,3	1,5	0,8	0,9
Formarea brută de capital fix	2,9	3,1	3,3	3,3	2,7	3,2	3,4	3,3
Exporturi ³⁾	6,1	2,6	3,7	4,1	5,2	3,2	4,2	4,4
Importuri ³⁾	6,1	3,3	4,4	4,7	6,0	4,7	4,7	4,8
Ocuparea forței de muncă	1,1	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9
Rata șomajului (% din forța de muncă)	10,9	10,1	9,9	9,6	10,9	10,2	9,9	9,5
IAPC	0,0	0,2	1,2	1,6	0,0	0,2	1,3	1,6
		[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 1,8] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾		[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾
IAPC exclusiv produse energetice	0,9	0,9	1,2	1,5	0,9	0,9	1,2	1,6
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	0,8	0,9	1,3	1,5	0,8	1,0	1,2	1,5
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	0,9	1,2	1,5
Costul unitar cu forța de muncă	0,4	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	1,0	1,3
Remunerarea pe salariat	1,3	1,2	1,8	2,2	1,3	1,3	1,8	2,2
Productivitatea muncii	0,9	0,4	0,7	0,9	0,6	0,5	0,8	0,9
Soldul bugetului general consolidat (% din PIB)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Soldul bugetar structural (% din PIB) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Datoria publică brută (% din PIB)	90,3	89,5	88,4	87,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Soldul contului curent (% din PIB)	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,8

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 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 acestea să crească pe parcursul orizontului de proiecție relativ mai rapid decât sugerează cotațiile futures. Ipotezele tehnice privind evoluțiile prețurilor petrolului care fundamentează proiecțiile de bază, construite pornind de la cotațiile futures, preconizează o traiectorie ascendentă a cotațiilor petrolului, prețul țițeiului Brent atingând valoarea de 51,6 USD/baril la sfârșitul anului 2018. Această traiectorie este în concordanță cu o revigorare moderată a cererii mondiale de petrol, scenariu asociat dinamizării redresării economiei mondiale și unei ușoare scăderi a ofertei de petrol. O combinație de modele alternative utilizate de experții BCE⁴ pentru a prognoza prețurile petrolului pe parcursul orizontului de proiecție sugerează, în prezent, un preț mai ridicat al petrolului în anii 2017 și 2018 decât s-a estimat în ipotezele tehnice. Această evoluție s-ar putea concretiza pe fondul unei redresări mai puternice a cererii mondiale de petrol datorate unei revigorări peste așteptări a activității mondiale și/sau unei scăderi mai pronunțate a ofertei de petrol, pe seama unor investiții mai reduse în sectorul petrolier și, implicit, a diminuării capacității de exploatare a petrolului în unele țări producătoare de petrol. Materializarea acestei traiectorii alternative, în care prețurile petrolului ar fi cu 11% superioare celor din proiecția de bază până în anul 2018, ar reduce ușor creșterea PIB real, determinând în același timp o majorare relativ mai rapidă a inflației IAPC (cu 0,1 puncte procentuale în 2017 și 0,3 puncte procentuale în 2018).

2) O traiectorie alternativă a cursului de schimb

Această analiză a sensibilității vizează, în scopuri ilustrative, impactul traiectoriei unui curs de schimb al euro mai depreciat față de proiecția de bază. Riscurile în sensul deprecierei cursului de schimb al euro se referă, în principal, la divergența în ceea ce privește orientarea politicii monetare de o parte și alta a Oceanului Atlantic. Mai exact, orientarea în continuare acomodativă a politicii monetare în zona euro și majorarea ratei dobânzii reprezentative a Rezervelor Federale din Statele Unite mai devreme decât se prevedea ar putea să exercite noi presiuni în sensul deprecierei asupra euro. 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 11 august 2016. Această traiectorie implică o depreciere treptată a euro față de dolarul SUA la un curs de schimb de 1,04 USD/EUR în anul 2018, cu 6,3% sub nivelul proiecției de bază pentru anul respectiv. Ipotezele corespunzătoare privind cursul de schimb efectiv nominal al euro derivă din periodicități istorice, potrivit cărora modificările la nivelul cursului de schimb USD/EUR corespund unor variații ale cursului de schimb efectiv cu o elasticitate de aproximativ 50%. Această ipoteză are ca rezultat o abatere graduală în sens descendent a cursului de schimb efectiv al euro față de proiecția de bază, până la un nivel cu 3,3% sub cel al proiecției de bază în anul 2018. În acest scenariu, valorile medii ale unei serii de modele macroeconomice elaborate de experții BCE indică o creștere mai mare a PIB real (cu 0,1-0,2 puncte procentuale) și o rată mai ridicată a inflației IAPC (cu 0,1-0,2 puncte procentuale) în anii 2017 și 2018.

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

Caseta 5

Prognoze ale altor instituții

O serie de prognoze pentru zona euro au fost elaborate atât de organizații internaționale, cât și de instituții din sectorul privat. Totuși, acestea nu sunt strict comparabile una cu cealaltă sau cu proiecțiile macroeconomice realizate de experții 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 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 pentru PIB real și inflația IAPC se încadrează în mod clar în intervalele de variație prevăzute de proiecțiile experților BCE (menționate între paranteze pătrate în tabel).

Comparația prognozelor privind creșterea PIB real și inflația IAPC în zona euro

(variații procentuale anuale)

	Data publicării	Creșterea PIB			Inflația IAPC		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Proiecțiile experților BCE	septembrie 2016	1,7 [1,5-1,9]	1,6 [0,7-2,5]	1,6 [0,4-2,8]	0,2 [0,1-0,3]	1,2 [0,6-1,8]	1,6 [0,8-2,4]
Comisia Europeană	mai 2016	1,6	1,8	-	0,2	1,4	-
OCDE	iunie 2016	1,6	1,7	-	0,2	1,2	-
Barometrul zonei euro	august 2016	1,5	1,3	1,6	0,3	1,3	1,6
Previziunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	august 2016	1,5	1,2	1,6	0,2	1,3	1,6
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	iulie 2016	1,5	1,4	1,6	0,3	1,2	1,5
FMI	iulie (PIB)/aprilie (IAPC) 2016	1,6	1,4	1,6	0,4	1,1	1,3

Sursa: Previziunile economice europene ale Comisiei Europene, primăvara anului 2016, mai 2016 (în iulie 2016, Comisia Europeană a publicat două scenarii pentru a reflecta impactul rezultatului referendumului din Regatul Unit asupra perspectivelor economice ale zonei euro; acestea au plasat creșterea PIB în zona euro la 1,6% în 2016 și 1,5% în 2017 în scenariul moderat și la 1,5% în 2016 și 1,3% în 2017 în scenariul sever); *IMF World Economic Outlook*, actualizare din iulie 2016 (PIB), *IMF World Economic Outlook*, aprilie 2016 (IAPC); *OECD Economic Outlook*, iunie 2016; previziunile *Consensus Economics Forecasts*, august 2016; *MJEconomics for the Euro Zone Barometer*, august 2016 și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*), iulie 2016.

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, 2016

Adresa poștală: 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefon: +49 69 1344 0
Website: www.ecb.europa.eu

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