



Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE, septembrie 2017¹

Potrivit proiecțiilor, expansiunea activității economice în zona euro va continua pe parcursul orizontului de proiecție, înregistrând ritmuri de creștere cu mult peste potențial. După nivelul maxim post-criză de 2,2% consemnat în anul 2017, se anticipează că PIB real va înregistra o creștere medie anuală de aproximativ 1,8% în 2018 și 2019. Se preconizează că orientarea foarte acomodativă a politicii monetare, progresele înregistrate anterior în reducerea gradului de îndatorare la nivelul tuturor sectoarelor și ameliorarea în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă vor susține cererea internă. Totodată, în pofida recente aprecieri a euro, se așteaptă ca redresarea globală să sprijine exporturile zonei euro.

Conform proiecțiilor, inflația totală se va reduce pe termen scurt, îndeosebi ca urmare a efectelor de bază asociate componentei „produse energetice”, urmând să crească din nou la 1,5% în anul 2019. Deși a fost atenuată de aprecierea recentă a cursului de schimb al euro, se estimează că inflația de bază se va accelera treptat în timp, după închiderea anticipată a deficitului de cerere din economie.

1

Economia reală

Indicatorii de încredere favorabili sugerează că redresarea economică va rămâne robustă. În trimestrul II 2017, PIB real a înregistrat o creștere de 0,6%, ca urmare a unei contribuții substanțiale din partea cererii interne. Condițiile pe piața forței de muncă au continuat să se amelioreze în ultimele luni, rata șomajului consemnând scăderi mai rapide decât s-a anticipat. În condițiile în care se așteaptă o relativă normalizare a dinamicii exporturilor după ritmurile puternice de creștere consemnate la începutul anului 2017, creșterea PIB real ar trebui să se modereze ușor pe termen scurt, menținându-se însă mult peste potențial, în concordanță cu nivelurile ridicate ale încrederii sectorului corporativ și a consumatorilor.

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 august 2017 (Casetă 1). Data-limită pentru includerea altor informații în cadrul acestui exercițiu a fost 21 august 2017, cu excepția celor privind conturile naționale trimestriale pentru Spania publicate la data de 24 august, care au fost incluse. Exercițiul actual de proiecție macroeconomică se referă la perioada 2017-2019. Proiecțiile care acoperă un orizont atât de îndelungat sunt marcate de incertitudini foarte pronunțate, aspect care ar trebui avut în vedere la interpretarea proiecțiilor macroeconomice. A se vedea articolul intitulat „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” din Buletinul lunar al BCE – mai 2013. La adresa <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> pot fi consultate, într-o versiune accesibilă, datele care stau la baza tabelelor și graficelor.

Pe termen mediu, cererea internă, sprijinită de condițiile favorabile de finanțare și de ameliorarea condițiilor pe piețele forței de muncă, va continua să reprezinte principalul determinant al perspectivelor creșterii economice.

Dincolo de orizontul pe termen scurt, se estimează că o serie de factori favorabili vor susține în continuare consumul privat și cheltuielile cu investițiile pe parcursul intervalului de proiecție. Orientarea foarte acomodativă a politicii monetare a BCE continuă să se transmită la nivelul economiei, iar anticipațiile privind nivelurile viitoare ale ratelor dobânzilor pe piață (încorporate în ipotezele tehnice ale acestui exercițiu de proiecție) se mențin scăzute pe parcursul orizontului de proiecție. Creditarea sectorului privat continuă să se intensifice, fiind impulsionată de ratele scăzute ale dobânzilor și de condițiile favorabile de creditare bancară. Consumul privat ar trebui să beneficieze de îmbunătățirea în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă. Investițiile corporative vor continua să se redreseze, reflectând parțial consolidarea marjelor de profit, în contextul restrângerii necesității de reducere a gradului de îndatorare și al accentuării presiunilor din partea cererii. Investițiile în obiective rezidențiale vor fi susținute de perspectivele favorabile privind veniturile și condițiile de finanțare, precum și de randamentele reduse ale investițiilor alternative. O serie de factori externi favorabili ar trebui să sprijine, de asemenea, creșterea economică, pe fondul consolidării activității economice globale și al ameliorării corespunzătoare a cererii externe adresate zonei euro.

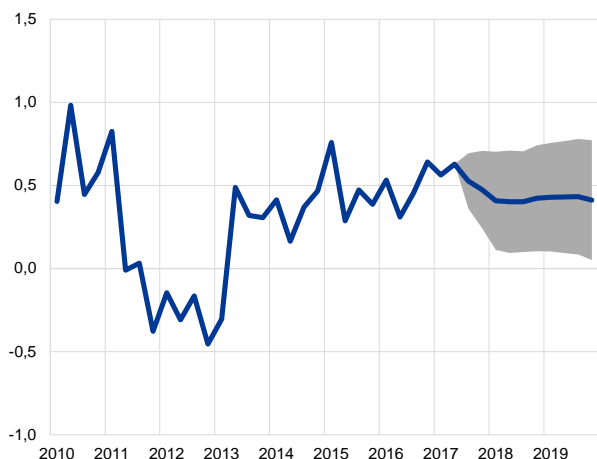
Graficul 1

Proiecții macroeconomice¹⁾

(date trimestriale)

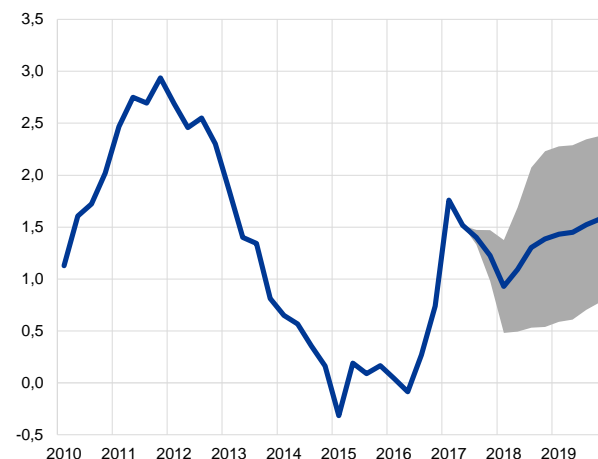
PIB real în zona euro²⁾

(variații procentuale trimestriale)



Inflația IAPC în zona euro

(variații procentuale anuale)



1) Intervalele din jurul proiecțiilor centrale se bazează pe diferențele dintre rezultatele efective și proiecțiile anterioare elaborate pe parcursul unui anumit număr de ani. Amplitudinea acestor intervale este egală cu dublul valorii absolute medii a acestor diferențe. Metoda de calcul al intervalelor de variație, care include și o ajustare în cazul producerii unor evenimente excepționale, este prezentată în publicația *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, decembrie 2009, disponibilă pe website-ul BCE.

2) Date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

Consumul privat este proiectat să rămână robust în cadrul orizontului de proiecție. Cei mai recentți indicatori privind încrederea consumatorilor – care se menține la niveluri mult superioare mediei sale pe termen lung – sugerează o reziliență, pe termen scurt, a cheltuielilor de consum, susținute și de ameliorarea în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă. Pe termen mediu, consumul privat

se așteaptă să evolueze, în linii mari, în concordanță cu dinamica veniturilor disponibile reale.

Se preconizează că ritmul de creștere a veniturilor disponibile nominale se va consolida pe parcursul orizontului de proiecție, deși este probabil ca intensificarea inflației să limiteze creșterea puterii reale de cumpărare a gospodăriilor populației. Contribuția din partea remunerațiilor și a salariilor brute la dinamica veniturilor disponibile nominale se așteaptă să rămână relativ stabilă în cadrul intervalului de proiecție, încetinirea ritmului de creștere a ocupării forței de muncă fiind, în linii mari, compensată de accelerarea dinamicii remunerării pe salariat. Conform proiecțiilor, creșterea altor venituri personale va fi favorabilă, reflectând evoluțiile pozitive ale profiturilor și veniturilor din proprietate. Deși dinamica veniturilor disponibile reale a consemnat recent o temperare, se estimează că aceasta se va consolida ușor și va rămâne robustă pe parcursul orizontului de proiecție.

Expansiunea consumului privat ar trebui, de asemenea, să fie sprijinită de ameliorarea condițiilor de creditare bancară, consolidate de măsurile de politică monetară ale BCE, și de progresele înregistrate în ceea ce privește reducerea gradului de îndatorare. Deși au influențat atât încasările din dobânzi, cât și plățile de dobânzi ale gospodăriilor populației, ratele scăzute ale dobânzilor tind să redistribuie resursele de la creditorii neți la debitorii neți. Întrucât aceștia din urmă au, de regulă, o înclinație marginală mai pronunțată spre consum, această redistribuire ar trebui să sprijine consumul privat agregat. În plus, progresele înregistrate în ceea ce privește reducerea gradului de îndatorare ar trebui, de asemenea, să susțină consumul.

Se anticipează că rata de economisire a gospodăriilor populației se va menține, în linii mari, constantă pe parcursul orizontului de proiecție. Această stabilitate generală a ratei de economisire la nivelul zonei euro maschează factori divergenți. Presiunile în sensul scăderii sunt exercitate de reducerea șomajului (care presupune diminuarea economisirii în scop preventiv), ameliorarea condițiilor de creditare și ratele scăzute ale dobânzilor, în timp ce presiunile în sensul creșterii sunt generate de necesitatea reducerii în continuare a gradului de îndatorare brută și de netezirea intertemporală a consumului în contextul expansiunii ciclice.

Caseta 1

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

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna iunie 2017, ipotezele tehnice includ o apreciere semnificativă a cursului de schimb efectiv al euro și o reducere relativă a ratelor dobânzilor.

Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței, data-limită pentru includerea ultimelor informații fiind 14 august 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 anii 2017 și 2018 și la -0,1% 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 1,1% în anul 2017, 1,3% în 2018 și 1,6% în 2019.² Comparativ cu proiecțiile din luna iunie 2017, anticipațiile pieței privind ratele dobânzilor pe termen scurt și cele pe termen lung au fost revizuite în sens descendent cu 10-20 puncte de bază.

Referitor la prețurile materiilor prime, pe baza traiectoriei implicite de pe piețele *futures*, calculată cu ajutorul mediei aferente perioadei de două săptămâni anterioare datei-limită de 14 august, se anticipează că prețul țițeiului Brent se va majora de la 44,0 USD/baril în anul 2016 la 51,8 USD/baril în anul 2017, 52,6 USD/baril în 2018 și 53,1 USD/baril în 2019. Această traiectorie implică faptul că prețurile în dolari SUA ale petrolului sunt mai ridicate cu 0,5% în 2017, cu 2,3% în 2018 și cu 3,0% în 2019 comparativ cu proiecțiile din luna iunie 2017. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor majora substanțial în anul 2017 și vor consemna o creștere relativ mai moderată ulterior.³

În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se preconizează că acestea vor rămâne nemodificate pe parcursul orizontului de proiecție, la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni anterioară datei-limită de 14 august. Această ipoteză presupune un curs de schimb mediu de 1,13 USD/EUR în anul 2017 și de 1,18 USD/EUR în perioada 2018-2019, față de 1,09 USD/EUR în proiecțiile din luna iunie 2017. Cursul de schimb efectiv al euro (față de 38 de parteneri comerciali) este mai apreciat cu 2,1% în anul 2017 și cu circa 4,4% în perioada 2018-2019 comparativ cu cel anticipat în exercițiul de proiecție din luna iunie 2017.

Ipoteze tehnice

	Septembrie 2017				Iunie 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Prețul petrolului (în USD/baril)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
Cursul de schimb USD/EUR	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE38) (variații procentuale anuale)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

Potrivit proiecțiilor, redresarea investițiilor în obiective rezidențiale va continua. În ultimele trimestre, investițiile în obiective rezidențiale au consemnat o

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.

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

creștere puternică în multe țări din zona euro, fiind susținute de condițiile favorabile de finanțare, de realocările de portofoliu către locuințe în contextul unor randamente scăzute ale oportunităților de investiții pe termen lung alternative, precum și de ameliorarea în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă. În plus, procesele de ajustare pe piețele imobiliare ale majorității țărilor din zona euro par să se fi încheiat. Condițiile fundamentale pentru redresarea în continuare a investițiilor în obiective rezidențiale se mențin pe parcursul orizontului de proiecție. Cu toate acestea, se anticipează o ușoară pierdere de ritm, reflectând faza de maturitate a ciclului imobiliar și atenuarea impactului stimulentei în unele țări, necesitatea de reducere în continuare a gradului de îndatorare în alte țări și tendințele demografice nefavorabile.

Investițiile corporative se așteaptă să se redreseze în continuare pe parcursul orizontului de proiecție. Se estimează că acestea vor fi sprijinite de o serie de factori: încrederea sectorului corporativ se menține ridicată pe seama anticipațiilor foarte favorabile privind producția și a numărului de comenzi; gradul de utilizare a capacităților de producție a continuat să depășească nivelurile medii din perioada anterioară crizei; potrivit anticipațiilor, condițiile de finanțare vor rămâne deosebit de favorabile pe parcursul orizontului de proiecție; 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, efectele de pârgie din sectorul societăților nefinanciare s-au diminuat în contextul majorării prețurilor activelor și al avansului moderat al finanțării prin emisiuni de titluri de natura datoriei la nivelul țărilor din zona euro. Totodată, se așteaptă ca unii factori să afecteze în continuare perspectivele investițiilor corporative, inclusiv anticipațiile privind o creștere mai redusă a PIB potențial și limitarea capacității de intermediere a băncilor în unele țări.

Caseta 2

Contextul internațional

Ritmul expansiunii economiei mondiale se menține robust. După încetinirea temporară de ritm înregistrată la începutul anului, datele statistice și sondajele indică o revigorare a creșterii PIB real la nivel mondial în trimestrul II. Indicatorii de încredere a sectorului corporativ și a consumatorilor sugerează menținerea unei percepții optimiste. În pofida unei creșteri a randamentelor obligațiunilor pe termen lung consemnate în ultimele săptămâni, condițiile financiare rămân favorabile în economiile dezvoltate, fiind susținute de politicile monetare acomodative. Piețele financiare din economiile de piață emergente sunt în continuare reziliente, iar fluxurile de capital către aceste economii sunt robuste. Într-o perspectivă mai îndelungată, se anticipează o accelerare moderată a activității economice mondiale. Perspectivele economiilor dezvoltate presupun continuarea redresării ciclice, pe fondul închiderii treptate a deviației PIB de la nivelul potențial. Îmbunătățirea activității economice este susținută de politici monetare și fiscale, deși anticipațiile privind un stimul fiscal în Statele Unite au fost revizuite în sens descendent, în urma unei reorientări a dezbaterilor politice. În ceea ce privește economiile de piață emergente, creșterea economică va rămâne rezilientă în țările importatoare de materii prime, precum India și China, în timp ce activitatea economică în țările exportatoare de materii prime se așteaptă să nu mai scadă, după o perioadă de recesiune profundă în aceste economii. Se previzionează o expansiune a activității economice mondiale (exceptând zona euro) cu 3,7% în 2017 și 3,8% în 2018 și 2019. Relansarea activității

economice începând cu anul 2016 reflectă în mare parte atenuarea progresivă a recesiunilor profunde consemnate în țările exportatoare de materii prime. Comparativ cu proiecțiile publicate în luna iunie 2017, ritmul de creștere a PIB real mondial este, în mare măsură, nemodificat, revizuirea în sens descendent referitoare la Statele Unite (în urma revizuirilor ipotezelor privind stimulul fiscal viitor) fiind compensate de anticipațiile privind o reziliență sporită în economiile de piață emergente.

Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

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

1) Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

Dinamica schimburilor comerciale mondiale a înregistrat un avans neanticipat la începutul anului 2017. Privind în perspectivă, schimburile comerciale la nivel mondial vor cunoaște o expansiune, conform proiecțiilor, în concordanță cu activitatea economică globală pe termen mediu. Se estimează că cererea externă adresată zonei euro se va majora cu 4,7% în anul 2017, 3,4% în 2018 și 3,5% în 2019. Comparativ cu proiecțiile publicate în luna iunie 2017, aceasta a fost revizuită în sens ascendent cu 1,1 puncte procentuale pentru 2017, reflectând, în principal, rezultatele peste așteptări din trimestrul I.

Conform proiecțiilor, exporturile în afara zonei euro vor fi inhibate de pierderile de competitivitate generate de recenta apreciere a euro.

Exporturile în afara zonei euro au înregistrat o creștere puternică în trimestrul I 2017, fiind susținute de cererea externă ridicată, precum și de deprecierea euro din semestrul II 2016 și de la începutul anului 2017. Privind în perspectivă, se estimează că dinamica exporturilor în afara zonei euro va fi robustă pe tot parcursul orizontului de proiecție, reflectând cererea externă solidă din partea economiilor dezvoltate și a economiilor emergente. Cu toate acestea, se așteaptă ca exporturile în afara zonei euro să fie afectate de aprecierea euro pe parcursul orizontului de proiecție, generând o reevaluare în sens descendent a evoluției cotelor de piață ale exporturilor, care sunt, în prezent, prognozate să scadă cu 1,1 puncte procentuale pe parcursul orizontului de proiecție. Spre deosebire de exporturi, importurile din afara zonei euro sunt estimate a beneficia de evoluții ușor mai pozitive ale cererii interne și de aprecierea euro, reducând astfel, într-o anumită măsură, contribuția globală a exporturilor nete la creșterea economică.

Într-un context caracterizat de o creștere potențială moderată, se estimează că deficitul de cerere rămas se va închide pe parcursul orizontului de proiecție.

Spre deosebire de creșterea efectivă relativ ridicată a PIB real, se anticipează un avans al PIB potențial cu ușor peste 1% în cadrul orizontului de proiecție. Ritmul modest de creștere a PIB potențial reflectă îndeosebi o contribuție relativ scăzută din partea stocului de capital, după o perioadă prelungită în care investițiile s-au situat la

niveluri minime istorice. Se previzionează că forța de muncă va continua să aibă o contribuție pozitivă la creșterea potențială, legată, în principal, de creșterea participării pe piața forței de muncă pe seama reformelor structurale anterioare. Cu toate acestea, contribuția din partea forței de muncă se va menține relativ inferioară mediei consemnate în perioada anterioară crizei, în contextul unui aport diminuat din partea populației în vârstă de muncă. Contribuția anticipată din partea productivității totale a factorilor de producție va fi, de asemenea, ușor inferioară nivelului atins înainte de criză.

Conform proiecțiilor, ameliorarea curentă a condițiilor pe piața forței de muncă va continua în cadrul orizontului de proiecție. În trimestrul I 2017, populația ocupată a înregistrat o creștere de 0,4%, un ritm similar fiind estimat pentru trimestrul II 2017. Intensificarea recentă a dinamicii ocupării forței de muncă s-a generalizat la nivelul țărilor, dar poate fi atribuită parțial unor factori temporari favorabili (cum ar fi măsurile de stimulare fiscală din unele țări ale zonei euro). Întrucât se estimează că impactul acestor factori se va disipa treptat, potrivit proiecțiilor, creșterea gradului de ocupare a forței de muncă va consemna o ușoară pierdere de ritm, inclusiv ca urmare a unor deficite tot mai mari de forță de muncă calificată.

Reflectând tiparul său ciclic, se estimează o consolidare a creșterii productivității muncii pe termen mediu. Sporirea gradului de utilizare a capitalului și a forței de muncă în contextul reducerii decalajelor dintre cerere și ofertă, majorarea numărului de ore lucrate pe angajat și unele câștiguri la nivelul productivității totale a factorilor de producție sugerează o consolidare susținută a creșterii productivității.

Se estimează că rata șomajului se va reduce în continuare. În trimestrul II 2017, rata șomajului a scăzut la 9,2%, cel mai redus nivel consemnat din martie 2009. Privind în perspectivă, numărul șomerilor este prognozat a se diminua considerabil în continuare. Potrivit proiecțiilor, rata șomajului va scădea la 8,1% în 2019, dar se va menține peste nivelul înregistrat în perioada anterioară crizei (7,5% în 2007).

Comparativ cu proiecțiile din luna iunie 2017, perspectivele privind creșterea PIB real au fost revizuite în sens ascendent pentru anul 2017 și sunt, în linii mari, nemodificate pentru perioada ulterioară. Revizuirea în sens ascendent pentru 2017 a fost determinată îndeosebi de recente evoluții peste așteptări consemnate de datele PIB. În termeni mai generali, ameliorarea perspectivelor privind cererea internă, în concordanță cu nivelurile favorabile ale încrederii sectorului corporativ și a consumatorilor, precum și cu ratele mai scăzute ale dobânzilor, este compensată, în linii mari, de impactul negativ asupra exporturilor generat de pierderea de competitivitate prin preț datorată aprecierii recente a euro.

2 Prețuri și costuri

Se anticipează că inflația IAPC va descrie o traiectorie în formă de V pe parcursul orizontului de proiecție, dat fiind că efectele de bază asociate dinamicii prețurilor produselor energetice determină reducerea inflației pe

termen scurt, pentru ca ulterior să predomină redresarea graduală a inflației de bază. Se anticipează că rata inflației IAPC totale se va situa, în medie, la 1,5% în anul 2017, se va reduce la 1,2% în 2018 și va crește la 1,5% în 2019. Efectele de bază implică o scădere semnificativă a contribuției componentei „produse energetice” a inflației IAPC la inflația totală în perioada 2017-2018. Majorarea estimată, deși modestă, a prețurilor petrolului pentru restul orizontului de proiecție, așa cum este reflectată de curba descrisă de cotațiile *futures* ale petrolului, implică o ușoară revigorare a componentei „produse energetice” a inflației IAPC în 2019. Se anticipează că tendința recentă de redresare a componentei „alimente” a inflației IAPC va continua, în general, pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând, printre altele, o creștere relativ peste așteptări a prețurilor materiilor prime alimentare. Potrivit proiecțiilor, continuarea revirimentului economic va accelera treptat rata inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente pe parcursul orizontului de proiecție. Unul dintre factorii determinanți ai acestei accelerări va fi majorarea estimată a costurilor cu forța de muncă, pe fondul reducerii decalajului dintre cerere și ofertă pe piața forței de muncă.

Ameliorarea condițiilor pe piața forței de muncă sunt considerate a fi sursa principală a accentuării presiunilor din surse interne asupra costurilor în anii următori. Se anticipează că ritmul de creștere a remunerării pe salariat se va majora de la 1,5% în anul 2017 la 2,3% în 2019. Dat fiind avansul ciclic preconizat al dinamicii productivității, se anticipează o creștere relativ mai redusă a costurilor unitare cu forța de muncă, de la 0,8% în 2017 la 1,4% în 2019. Se consideră că reducerea decalajului dintre cerere și ofertă pe piața forței de muncă din zona euro și creșterea deficitelor de forță de muncă în unele părți ale zonei euro se numără printre factorii importanți care stau la baza acestei dinamizări a câștigurilor salariale. Dincolo de aceasta, se poate preconiza, de asemenea, că recenta creștere semnificativă a inflației totale va conduce în timp la majorări mai substanțiale ale salariilor nominale în țările din zona euro în care procesele de stabilire a salariilor includ elemente retrospective privind indexarea sau anticipațiile. Totodată, conform proiecțiilor, unii dintre factorii care inhibă în prezent dinamica salariilor își vor diminua treptat efectele. Aceștia includ necesitatea temperării majorărilor salariale în vederea redobândirii competitivității prin preț în unele țări, precum și constrângerile salariale care au fost reprimite în perioada crizei din cauza rigidității la scădere a salariilor nominale. De asemenea, se așteaptă expirarea măsurilor de reducere a contribuțiilor la asigurările sociale.

Se preconizează că marjele de profit se vor majora pe parcursul orizontului de proiecție. Creșterea prețurilor petrolului și impactul acesteia asupra costurilor cu factorii de producție și, la un nivel mai general, asupra raportului de schimb au acționat în sensul reducerii marjelor de profit la începutul anului 2017. Pe măsură ce aceste efecte inhibitoare se vor disipa, se anticipează că marjele de profit vor beneficia de continuarea redresării economice, fiind în același timp ușor frânate, pe parcursul orizontului de proiecție, de majorarea dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă.

Presiunile din surse externe asupra prețurilor s-au intensificat puternic în ultimele trimestre și se estimează că vor exercita în continuare o relativă

influență în sensul creșterii pe parcursul orizontului de proiecție. După o perioadă de patru ani în care prețurile de import au scăzut, se anticipează că ritmul anual de creștere a acestora va deveni pozitiv în anul 2017. Inversarea din 2017 se datorează, în principal, revirimentului prețurilor petrolului și ale materiilor prime non-energetice începând cu anul 2016. Reducerea ulterioară estimată a ritmurilor de creștere reflectă atât temperarea dinamicii prețurilor materiilor prime, cât și impactul în sens descendent al recente aprecieri a euro. Pe parcursul orizontului de proiecție se preconizează, în general, o intensificare treptată a presiunilor asupra inflației de bază la nivel mondial, pe fondul creșterii costurilor de producție pe plan internațional în concordanță cu scăderea deficitului de cerere la nivel mondial. Pe de altă parte, dat fiind gradul încă ridicat de neutilizare a capacităților de producție globale și presiunile concurențiale puternice la nivel mondial, nu se așteaptă ca aceasta să creeze presiuni substanțiale în sensul creșterii asupra prețurilor de import din zona euro.

Comparativ cu proiecțiile din luna iunie 2017, perspectivele inflației IAPC au fost revizuite în sens ușor descendent. Aprecierea monedei euro în perioada ulterioară exercițiului de proiecție precedent exercită presiuni în sensul scăderii asupra inflației IAPC. În cazul inflației de bază, aceste presiuni în sensul scăderii sunt compensate parțial de ameliorarea perspectivelor privind cererea internă a zonei euro (Casetă 3).

Casetă 3

Evaluarea impactului aprecierii recente a euro asupra perspectivelor inflației în zona euro

Cursul de schimb efectiv nominal (CSEN) al euro s-a apreciat în ultimele luni, iar media aferentă perioadei de zece zile anterioară datei-limită pentru exercițiul de proiecție actual (14 august 2017) s-a situat cu 4,4% peste nivelul estimat în proiecțiile publicate în luna iunie 2017. Această casetă analizează factorii care ar trebui luați în considerare la evaluarea impactului aprecierii recente a euro asupra perspectivelor inflației în zona euro.

Deși sunt caracterizate de un grad semnificativ de eterogenitate, elasticitățile determinate utilizând modele standard sugerează, în general, că un șoc la nivelul cursului de schimb de amploarea celui consemnat în ultimele luni ar avea un impact deloc neglijabil asupra perspectivelor inflației în zona euro.⁴ Totuși, aceste elasticități sunt valabile numai pentru șocuri exogene asupra cursului de schimb. În schimb, este probabil ca această apreciere recentă să fi fost determinată în mare parte de îmbunătățirea în continuare a perspectivelor creșterii economice pentru zona euro, care, la rândul său, reflectă perspective ameliorate privind cererea internă, aspecte care ar trebui avute în vedere la evaluarea impactului aprecierii recente a euro asupra perspectivelor inflației.

În proiecțiile din luna septembrie 2017, impactul total al aprecierii euro asupra inflației este considerat a fi semnificativ mai moderat decât cel sugerat de elasticitățile din modelele standard, care se referă, de regulă, la un șoc exogen al cursului de schimb. Studiile empirice recente au confirmat caracterul endogen al variațiilor cursului de schimb și au ilustrat dependența

⁴ A se vedea, de exemplu, articolul intitulat „Exchange rate pass-through into euro area inflation”, Buletin economic, ediția a 7-a, BCE, 2016.

de tipul de șocuri a impactului acestor variații asupra inflației⁵. Cu alte cuvinte, răspunsul prețurilor la o variație a cursului de schimb poate diferi în funcție de natura șocului (șocurilor) care s-a(u) aflat la originea evoluției cursului de schimb, deoarece poate reflecta canale de transmisie diferite. În cazul în care aprecierea este generată integral de un șoc favorabil pe partea cererii, estimările empirice sugerează chiar și presiuni în sensul creșterii asupra prețurilor, printr-o consolidare a perspectivelor cererii interne. Întrucât anticipațiile privind o creștere economică mai favorabilă, care reflectă perspective ameliorate pentru cererea internă, reprezintă un determinant principal al aprecierii recente a euro, efectele inhibitoare ale acestei aprecieri asupra inflației ar trebui să fie mult mai scăzute decât cele presupuse de un șoc pur exogen la nivelul cursului de schimb, al cărui impact este surprins de elasticitățile din modelele standard.

3 Perspectivile fiscale

Conform proiecțiilor, în medie, orientarea politicii fiscale va fi, în linii mari, neutră în cadrul orizontului de proiecție. Orientarea politicii fiscale este măsurată ca variație a soldului primar ajustat ciclic după excluderea asistenței din fonduri publice acordate sectorului financiar. În anul 2017, orientarea este afectată de o revigorare a investițiilor publice, după rezultatele slabe înregistrate în 2016, și de o plată excepțională efectuată în Germania către producătorii de energie nucleară (aproximativ 0,2% din PIB național)⁶. Orientarea, în linii mari, neutră reflectă efecte de sens contrar atât pe partea cheltuielilor, cât și pe partea veniturilor.

Pe parcursul orizontului de proiecție, se estimează că ponderea deficitului bugetar și cea a datoriei publice în PIB se vor înscrie pe o traiectorie descendentă. Proiecția fiscală presupune o scădere graduală a deficitului bugetar de-a lungul întregii perioade, în principal ca urmare a ameliorării componentei ciclice și a reducerii plăților cu dobânzile. Soldul primar ajustat ciclic se menține, în linii mari, nemodificat. Se estimează că ponderea datoriei publice în PIB va rămâne pe o pantă descendentă pe parcursul orizontului de proiecție, susținută de ameliorarea soldului primar și de diferențialul favorabil între rata dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB.⁷

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna iunie 2017, perspectivele privind deficitul bugetar sunt, în linii mari, nemodificate, în timp ce ponderea datoriei publice în PIB este relativ mai scăzută, reflectând în principal un diferențial mai favorabil între rata dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB în anul 2017.

⁵ A se vedea, de exemplu, Shambaugh, J., „A new look at pass-through”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, ediția a 4-a, p. 560-591, iunie 2008; Forbes, K., Hjortsoe, I. și Nenova, T., „The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through”, *Discussion Paper*, nr. 43, Bank of England, External MPC Unit, noiembrie 2015; și Ciccarelli, M. și Osbat, C., „Low inflation in the euro area: Causes and consequences”, *Occasional Paper Series*, nr. 181, BCE, ianuarie 2017.

⁶ Plata a fost efectuată ca urmare a unei hotărâri a Curții Constituționale, care a declarat neconstituțională taxa pe combustibilul nuclear introdusă pentru perioada 2011-2016.

⁷ Diferențialul este calculat ca diferența dintre rata efectivă nominală a dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB nominal.

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

(variații procentuale anuale)

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

1) PIB real și componentele sale se referă la date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

2) Intervalele din jurul proiecțiilor se bazează pe diferențele dintre rezultatele efective și proiecțiile anterioare elaborate pe parcursul unui anumit număr de ani. Amplitudinea acestor intervale este egală cu dublul valorii absolute medii a acestor diferențe. Metoda de calcul al intervalelor de variație, care include și o ajustare în cazul producerii unor evenimente excepționale, este prezentată în publicația *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, decembrie 2009, disponibilă pe website-ul BCE.

3) Inclusiv schimburile comerciale din interiorul zonei euro.

4) Subindicele se bazează pe estimări ale impactului efectiv al impozitelor indirecte. Acesta poate să difere de datele Eurostat, care presupun transmiterea integrală și imediată a efectelor impozitelor la nivelul IAPC.

5) Calculat ca soldul bugetar excluzând efectele tranziției 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, pe parcursul orizontului de proiecție, acestea să fie superioare celor sugerate de cotațiile futures.

Ipotezele tehnice privind evoluțiile prețurilor petrolului care fundamentează proiecțiile de bază, construite pornind de la cotațiile futures, preconizează o traiectorie ușor ascendentă a cotațiilor petrolului, prețul țiteiului Brent majorându-se la aproximativ 53 USD/baril până la sfârșitul anului 2019. Această traiectorie a cotațiilor futures este în concordanță cu avansul moderat al cererii mondiale de petrol, scenariu asociat dinamizării relative a redresării economiei mondiale. Cu privire la factorii care influențează oferta de petrol, extinderea acordului între OPEC și principalii producători din afara OPEC nu a condus la o creștere semnificativă a curbei cotațiilor futures ale petrolului, probabil datorită nivelului încă ridicat, dar în scădere, al stocurilor de petrol, precum și temerilor că unele dintre țările cele mai mari producătoare de petrol se pot abate de la prevederile acordului. De asemenea, expansiunea robustă a producției de petrol din șisturi bituminoase în Statele Unite a compensat parțial reducerea producției din surse convenționale. O combinație de modele alternative utilizate de experții Eurosistemului⁸ pentru a prognoza prețurile petrolului pe parcursul orizontului de proiecție sugerează, în prezent, o traiectorie cu prețuri ușor mai ridicate ale petrolului decât s-a estimat în ipotezele tehnice. O astfel de traiectorie poate fi în concordanță cu noi perturbări neprevăzute la nivelul ofertei pe termen scurt și mediu. Aceasta, la rândul său, poate avea ca rezultat o tensionare mai rapidă decât s-a preconizat a raportului între cerere și ofertă și, prin urmare, prețuri mai ridicate ale petrolului. Materializarea unei traiectorii alternative a prețurilor petrolului, în care acestea ar fi, până în anul 2019, cu 3,8% superioare celor din proiecția de bază, ar reduce marginal creșterea PIB real, determinând în același timp o majorare ușor mai rapidă a inflației IAPC (cu 0,1 puncte procentuale în 2019).

2) O traiectorie alternativă a cursului de schimb

Această analiză a sensibilității vizează, în scopuri ilustrative, impactul mecanic al traiectoriei unui curs de schimb al euro mai apreciat față de proiecția de bază. În scopuri ilustrative, o traiectorie alternativă a cursului de schimb al euro se bazează pe cea de-a 75-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 august 2017. Această traiectorie implică o apreciere treptată a euro față de dolarul SUA până la un curs de schimb de 1,31 USD/EUR în anul 2019, cu circa 11% peste 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 52%. Această ipoteză are ca rezultat o abatere graduală în sens ascendent a cursului de schimb efectiv al euro față de proiecția de bază, până la un nivel superior acesteia cu circa 6% în anul 2019. În acest scenariu, valorile medii ale rezultatelor unei serii de modele macroeconomice elaborate de experți indică un ritm de creștere a PIB real mai scăzut cu 0,3 puncte procentuale atât în 2018, cât și în 2019, în timp ce rata inflației IAPC ar fi mai redusă cu 0,4 și 0,5 puncte procentuale în anii 2018 și 2019. Ar trebui menționat faptul că aceste efecte estimate asupra ritmului de creștere economică și asupra inflației se aplică numai în eventualitatea unui șoc pur exogen al cursului de schimb (a se vedea analiza din Caseta 3).

⁸ 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 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 prognozelor privind creșterea PIB real și inflația IAPC în zona euro

(variații procentuale anuale)

	Data publicării	Creșterea PIB			Inflația IAPC		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Proiecțiile experților BCE	septembrie 2017	2,2	1,8	1,7	1,5	1,2	1,5
		[2,1-2,3]	[1,0-2,6]	[0,6-2,8]	[1,4-1,6]	[0,6-1,8]	[0,7-2,3]
Comisia Europeană	mai 2017	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
OCDE	iunie 2017	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
Barometrul zonei euro	august 2017	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
Previțiunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	august 2017	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	iulie 2017	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
FMI	iulie 2017	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Sursa: Previțiunile economice europene ale Comisiei Europene, primăvara anului 2017; *IMF Article IV country report*, 25 iulie 2017; *OECD Economic Outlook*, iunie 2017; previziunile *Consensus Economics Forecasts*, august 2017; *MJEconomics for the Euro Zone Barometer*, august 2017 și Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*), iulie 2017.

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

© Banca Centrală Europeană, 2017

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

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

ISSN 2529-458X (pdf)
Număr catalog UE QB-CE-17-002-RO-N (pdf)