



# Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului – iunie 2016<sup>1</sup>

## 1 Perspectivile zonei euro: prezentare generală și caracteristici principale

*Potrivit proiecțiilor, redresarea activității economice în zona euro va continua, sprijinită de orientarea acomodativă a politicii monetare a BCE, de prețurile scăzute ale petrolului, de ameliorarea condițiilor pe piața forței de muncă și de o ușoară relaxare fiscală în anul 2016. Progresele înregistrate în reducerea gradului de îndatorare la nivelul tuturor sectoarelor ar trebui să susțină, de asemenea, dinamica cererii interne pe parcursul orizontului de proiecție. Totodată, se anticipează că efectele nefavorabile asociate dinamicii modeste a exporturilor se vor atenua, ca urmare a redresării graduale preconizate a schimburilor comerciale la nivel mondial. Se estimează că PIB real va înregistra o creștere anuală de 1,6% în anul 2016 și de 1,7% în 2017 și 2018. Conform proiecțiilor, inflația IAPC se va menține la niveluri foarte scăzute (0,2%) în anul 2016, fiind puternic inhibată de scăderea anterioară a prețurilor produselor energetice. Pentru anul 2017, se preconizează un salt semnificativ, de până la 1,3%, al inflației totale, generat, în mare măsură, de efectele de bază în sensul creșterii asociate componentei „produse energetice”. Se anticipează că reducerea deficitului de cerere din economie va conduce la o ușoară creștere suplimentară a inflației până la 1,6% în anul 2018.*

**Redresarea economică este determinată de cererea internă, care va fi sprijinită, potrivit anticipațiilor, de o serie de factori favorabili.** Mai exact, orientarea acomodativă a politicii monetare a BCE continuă să se transmită la nivelul economiei. În pofida unei relative temperări, expansiunea consumului privat se va menține robustă, potrivit estimărilor, îndeosebi în anul 2016, dată fiind probabilitatea ridicată ca gospodăriile populației să cheltuiască cea mai mare parte a câștigurilor

---

<sup>1</sup> Proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului reprezintă o contribuție la evaluarea Consiliului guvernatorilor privind evoluțiile economice și riscurile la adresa stabilității prețurilor. Informații referitoare la procedurile și metodele utilizate sunt prezentate în documentul intitulat *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, BCE, iunie 2001, disponibil pe website-ul BCE. Data-limită pentru includerea ipotezelor tehnice, precum prețurile petrolului și cursurile de schimb, a fost 10 mai 2016 (Caseta 1). Data-limită pentru includerea altor informații în cadrul acestui exercițiu a fost 18 mai 2016. 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. Un tabel conținând proiecțiile referitoare la anumite variabile la nivel de țară, care stau la baza proiecțiilor pentru agregatele zonei euro prezentate în acest articol, va fi publicat pe website-ul BCE în termen de două săptămâni de la difuzarea acestui articol, după lansarea proiecțiilor naționale de către băncile centrale naționale.

neanticipate generate de scăderea anterioară a prețurilor petrolului, în contextul ameliorării condițiilor pe piața forței de muncă și al reprimării anterioare a cererii de consum. Redresarea economică anticipată va contribui, de asemenea, la dinamizarea continuă, deși treptată, a investițiilor, parțial ca urmare a efectelor de accelerator. Totodată, cererea internă va beneficia de o ușoară relaxare fiscală pe termen scurt.

**Evoluțiile externe nefavorabile afectează perspectivele pe termen scurt, dar se așteaptă o reducere a acestora pe termen mediu.** Cererea externă adresată zonei euro va continua să se redreseze doar marginal în semestrul I 2016, fiind încă frânată de nivelul scăzut al cererii în economiile de piață emergente. Acest impact nefavorabil asupra dinamicii exporturilor în afara zonei euro este în continuare numai parțial atenuat de efectele favorabile întârziate ale deprecierei anterioare pronunțate a euro. Privind în perspectivă, se anticipează că activitatea economică la nivel mondial excluzând zona euro se va consolida progresiv pe parcursul perioadei de proiecție, sprijinind astfel cererea externă adresată zonei euro și, implicit, exporturile în afara zonei euro.

**Evoluțiile dinamicii prețurilor produselor energetice din IAPC dețin în continuare un rol esențial în explicarea atât a nivelului scăzut al inflației totale în anul 2016, cât și a creșterii pronunțate preconizate a se înregistra în perioada 2016-2017.** Conform estimărilor, în anul 2016 vor persista contribuțiile negative considerabile din partea dinamicii prețurilor produselor energetice, cu efect inhibitor asupra inflației totale. Efectele de bază semnificative în sensul creșterii implică o majorare puternică a dinamicii prețurilor produselor energetice, componentă a inflației IAPC, la niveluri pozitive în anul 2017. După dispărarea efectelor de bază în sensul creșterii, se anticipează că evoluția acestei componente se va menține relativ stabilă până la finele orizontului de proiecție. În plus, se preconizează că presiunile în sensul creșterii asupra inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente se vor intensifica treptat în cadrul orizontului de proiecție. Potrivit anticipațiilor, ameliorarea condițiilor pe piața forței de muncă și consolidarea în continuare a redresării economice vor stimula creșterea câștigurilor salariale și a marjelor de profit. Având în vedere majorările preconizate ale prețurilor petrolului și ale materiilor prime non-energetice, efectele indirecte în sensul creșterii generate de majorările respective asupra inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente ar trebui să se acumuleze și, în cele din urmă, să compenseze dispărarea efectelor inhibitoare ale scăderilor anterioare ale prețurilor materiilor prime. De asemenea, se preconizează menținerea efectelor în sensul creșterii pe parcursul anului 2017, ca urmare a propagării în continuare a deprecierei anterioare a euro la nivelul prețurilor.

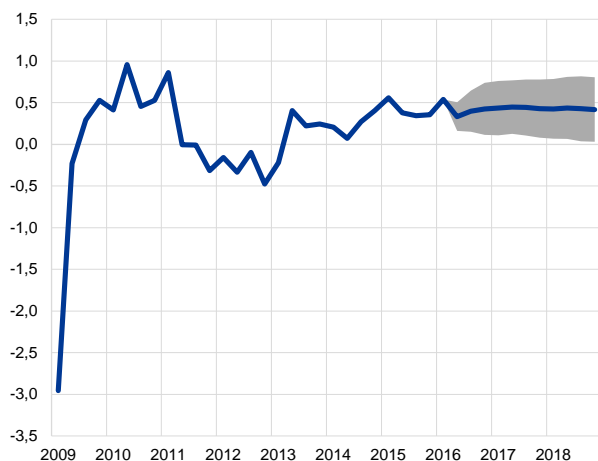
## Graficul 1

### Proiecții macroeconomice<sup>1)</sup>

(date trimestriale)

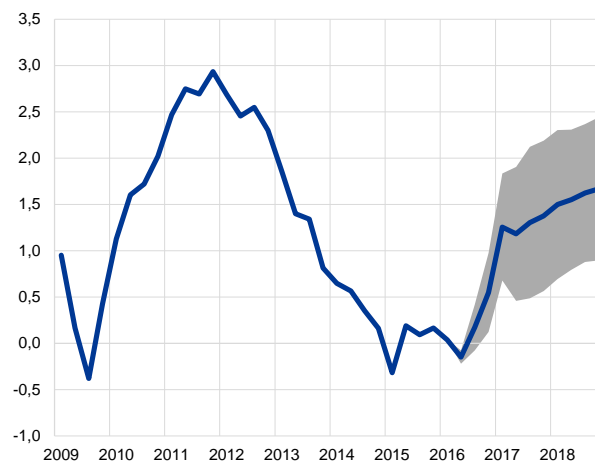
#### PIB real în zona euro<sup>2)</sup>

(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.

## 2

### Economia reală

**Se anticipează că redresarea activității economice în zona euro va fi în continuare robustă.** În trimestrul I 2016, ritmul de creștere a PIB real s-a intensificat la 0,5%. Datele din sondajele recente relevă o stabilizare a încrederii consumatorilor și a sectorului corporativ la niveluri superioare mediilor pe termen lung, sugerând o creștere economică susținută pe termen scurt.

**Potrivit proiecțiilor, cheltuielile aferente consumului privat vor înregistra o creștere semnificativă în anul 2016 și se vor menține robuste ulterior.** Veniturile disponibile nominale ar trebui să cunoască o dinamizare progresivă pe parcursul orizontului de proiecție, susținute de avansul ocupării forței de muncă, precum și de intensificarea dinamicii remunerării pe salariat (în termeni nominali). Veniturile personale, altele decât cele din muncă, vor avea o contribuție pozitivă la majorarea veniturilor disponibile nominale, în linii mari în concordanță cu evoluția profiturilor. Conform anticipațiilor, creșterea veniturilor disponibile reale se va accelera în anul 2016 și va încetini în 2017 și ulterior, reflectând cu precădere traiectoria dinamicii prețurilor produselor energetice. Costurile scăzute de finanțare, redresarea modestă a dinamicii împrumuturilor și creșterea moderată a averii nete a gospodăriilor populației, susținute de măsurile de politică monetară ale BCE, ar trebui să sprijine consumul privat și să fie numai parțial compensate de impactul nefavorabil al diminuării încasărilor nete din dobânzi asupra veniturilor disponibile. În plus, progresele înregistrate în reducerea gradului de îndatorare ar trebui să susțină,

de asemenea, expansiunea consumului privat. În ansamblu, se preconizează o intensificare a ritmului anual de creștere a consumului privat de la 1,7% în anul 2015 la 1,9% în 2016, urmată de o diminuare la 1,7% în 2017 și 1,5% în 2018.

## Caseta 1

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

**Comparativ cu proiecțiile publicate în luna martie 2016, principalele modificări ale ipotezelor tehnice se referă la o creștere mult mai pronunțată a prețurilor în dolari SUA ale petrolului și ale materiilor prime non-energetice, la o ușoară depreciere a cursului de schimb efectiv al euro și la o reducere a ratelor dobânzilor pe termen lung pe piață.**

#### Ipoteze tehnice

	Iunie 2016				Martie 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	1,2	0,9	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,7
Prețul petrolului (în USD/baril)	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	-19,9	-3,3	4,3	4,6	-19,9	-14,8	3,0	4,7
Cursul de schimb USD/EUR	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE38) (variații procentuale anuale)	-7,1	4,2	0,2	0,0	-7,1	4,8	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 10 mai 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 anii 2016, 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 0,9% în anul 2016, de 1,1% în 2017 și de 1,4% în 2018.<sup>2</sup> 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, se vor menține, în linii mari, neschimbate în 2017 și vor consemna o creștere modestă 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 10 mai, se anticipează că prețul țițeiului Brent se va reduce de la 52,4 USD/baril în anul 2015 la 43,4 USD/baril în anul 2016, urmând să crească la 49,1 USD în 2017 și 51,3 USD în 2018, niveluri

<sup>2</sup> 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.

mai ridicate cu aproximativ 8 USD/baril în 2016 și 2017 și, respectiv, cu circa 6 USD/baril în 2018 față de proiecțiile din martie 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.<sup>3</sup> 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 10 mai. Această ipoteză presupune un curs de schimb mediu de 1,13 USD/EUR în anul 2016 și de 1,14 USD/EUR în anii 2017 și 2018, față de 1,11 USD/EUR în 2016 și 1,12 USD/EUR în 2017 și 2018 în proiecțiile din luna martie 2016. Se preconizează o depreciere cu 0,6% a cursului de schimb efectiv al euro (față de 38 de parteneri comerciali) pe parcursul orizontului de proiecție, comparativ cu exercițiul de proiecție din martie.

---

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

Potrivit proiecțiilor, transmiterea progresivă a majorării veniturilor reale asociate prețurilor petrolului va continua să sprijine marginal rata de economisire în anul 2016, urmând ca influența acestui factor să se inverseze în 2017. Pentru restul orizontului de proiecție, este prognozată o stagnare a ratei de economisire, reflectând acțiunea unor factori divergenți. În general, reducerea șomajului, ameliorarea condițiilor de creditare și ratele scăzute ale dobânzilor indică o diminuare a ratei de economisire. Cu toate acestea, în unele țări, se estimează că necesitatea reducerii gradului de îndatorare va compensa această evoluție și va conduce la o majorare a ratei de economisire.

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

Conform proiecțiilor, accelerarea creșterii veniturilor disponibile nominale și ratele foarte scăzute ale dobânzilor la creditele ipotecare vor sprijini redresarea susținută a investițiilor în obiective rezidențiale. În plus, procesele de ajustare pe piețele imobiliare din multe țări par să se fi încheiat, iar prețurile locuințelor și-au încetat declinul. Este însă probabil ca nivelurile ridicate ale șomajului și ale îndatorării populației din unele țări, precum și evoluțiile demografice nefavorabile să împiedice o majorare mai puternică a investițiilor în obiective rezidențiale.

**Se preconizează că investițiile corporative vor continua să se redreseze.**

Conform proiecțiilor, cheltuielile de capital vor fi sprijinite de o serie de factori, respectiv orientarea pronunțat acomodativă a politicii monetare, întărită în continuare de măsurile de politică monetară adoptate recent de BCE, consolidarea prognozată a cererii interne și a celei externe, necesitatea modernizării stocului de capital după mai mulți ani de investiții scăzute, costurile reduse și disponibilitatea ridicată a finanțării externe, măsurile fiscale din unele țări și creșterea marjelor de profit în contextul unui nivel deja ridicat al lichidității în sectorul societăților nefinanciare. De

---

<sup>3</sup> Ipotezele privind prețurile petrolului și ale materiilor prime alimentare se bazează pe cotațiile *futures* până la sfârșitul orizontului de proiecție. În cazul altor materii prime non-energetice, se presupune că prețurile vor urma tendința cotațiilor *futures* până în trimestrul II 2017, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială.

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 de rigiditățile de pe piața bunurilor și serviciilor și de pe piața forței de muncă, de anticipațiile privind o creștere mai redusă a PIB potențial și de sporirea incertitudinilor geopolitice.

**Potrivit proiecțiilor, exporturile în afara zonei euro vor înregistra o creștere, în concordanță cu evoluția cererii externe adresate zonei euro.** Se anticipează că ritmul de creștere a cererii externe se va intensifica treptat începând cu semestrul II 2016, în corelație cu activitatea economică mai robustă la nivel mondial, dar se va menține mult inferior rezultatelor înregistrate în perioada anterioară crizei (Caseta 2). După recente creșteri înregistrate, cotele de piață ale exporturilor în afara zonei euro sunt așteptate a se menține, în linii mari, neschimbate pe parcursul orizontului de proiecție. Se estimează că dinamica importurilor din afara zonei euro se va intensifica în concordanță cu elasticitatea istorică a acestora în raport cu cererea totală, deși ritmul de creștere a importurilor va fi în continuare mai rapid decât cel al exporturilor, implicând o contribuție negativă din partea schimburilor comerciale nete la creșterea economică în anul 2016 și o contribuție neutră ulterior. Excedentul de cont curent este proiectat să se reducă marginal de la 3,2% din PIB în anul 2015 la 2,8% în 2018.

## Caseta 2

### Contextul internațional

---

**Se anticipează o consolidare treptată a activității economice la nivel mondial, pe fondul perspectivelor unei creșteri în continuare robuste în majoritatea economiilor dezvoltate și al atenuării progresive a recesiunilor profunde consemnate în unele economii de piață emergente mari.** Condițiile de finanțare favorabile și ameliorarea condițiilor pe piețele forței de muncă ar trebui să susțină perspectivele de creștere ale economiilor dezvoltate. Este probabil ca încetinirea graduală consemnată de economia Chinei să afecteze creșterea altor economii de piață emergente, îndeosebi în Asia. Deși revigorarea recentă a prețurilor materiilor prime atenuază unele dintre presiunile mai acute, țările exportatoare de materii prime vor continua procesul de ajustare la prețurile scăzute ale materiilor prime. Totodată, în pofida recente redresări de pe piețele financiare, economiile de piață emergente se confruntă cu un context grevat de înăsprirea condițiilor de finanțare externe, parțial asociată normalizării politicii monetare a SUA. Incertitudinile politice și tensiunile geopolitice afectează, de asemenea, cererea în unele țări.

**Dinamica schimburilor comerciale la nivel mondial (exceptând zona euro) a revenit la niveluri pozitive în semestrul II 2015, după evoluția foarte modestă din primul semestru al anului trecut.** Pe termen scurt, importurile la nivel global sunt în continuare afectate de trenarea activității economice în unele economii emergente, îndeosebi în Brazilia și Rusia. Ulterior, se anticipează o consolidare progresivă a schimburilor comerciale la nivel mondial, în concordanță cu redresarea activității economice pe plan global. Proiecția se bazează în continuare pe ipoteza potrivit căreia elasticitatea pe termen mediu a schimburilor comerciale în raport cu creșterea

economică la nivel mondial se situează la aproximativ 1, nivel semnificativ inferior celor consemnate în perioada anterioară crizei. În ansamblu, se estimează că dinamica cererii externe adresate zonei euro se va intensifica de la 0,6% în anul 2015 la 2,0% în 2016, 3,5% în 2017 și 4,0% în 2018.

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

#### Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

	Iunie 2016				Martie 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB real mondial (exceptând zona euro)	3,1	3,1	3,7	3,8	3,1	3,2	3,8	3,9
Schimburile comerciale mondiale (exceptând zona euro) <sup>1)</sup>	0,7	1,8	3,5	4,0	0,7	2,2	3,8	4,1
Cererea externă adresată zonei euro <sup>2)</sup>	0,6	2,0	3,5	4,0	0,4	2,2	3,8	4,1

1) Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

**În ansamblu, se anticipează că PIB real se va majora cu 1,6% în 2016 și cu 1,7% atât în 2017, cât și în 2018.**

**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 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 dinamica investițiilor a fost modestă. 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 unei mai mari participări pe piața forței de muncă, parțial pe seama unor reforme structurale –, precum și fenomenul imigraționist în curs.

**Condițiile pe piața forței de muncă din zona euro ar trebui să se amelioreze în continuare pe parcursul orizontului de proiecție, într-un ritm relativ mai rapid decât cel anticipat anterior.** Ocuparea forței de muncă este preconizată să crească în continuare pe parcursul orizontului de proiecție. Se estimează o creștere puternică a forței de muncă în anii 2016 și 2017, reflectând parțial afluxul de refugiați și efectul persoanelor încurajate de îmbunătățirea condițiilor economice să redevină active pe piața muncii. Rata șomajului este anticipată să scadă, menținându-se însă la un nivel ridicat din perspectivă istorică. Evoluțiile șomajului presupun un avans al dinamicii productivității muncii de la 0,6% în anul 2015 la 0,9% în 2018, în concordanță cu tiparul obișnuit de evoluție prociclică.

**Comparativ cu proiecțiile din luna martie 2016, perspectivele privind creșterea PIB real în 2016 au fost revizuite în sens ascendent.** Revizuirea în sens ascendent pentru anul 2016 reflectă parțial un efect de report mai favorabil asociat

unor revizuirii ale datelor istorice, precum și un ritm de creștere economică peste așteptări în primul trimestru al anului și o reducere a incertitudinii aferente scăderii volatilității pe piețele financiare. Pe termen mai lung, perspectivele creșterii economice sunt, în linii mari, nemodificate, mascând efectele în sensul scăderii ale creșterii prețurilor petrolului și ale cererii externe mai modeste, care sunt în mare parte compensate de impactul favorabil al măsurilor de politică monetară adoptate în luna martie 2016.

### 3 Prețuri și costuri

**Evoluțiile recente la nivelul inflației IAPC au fost influențate de prețurile scăzute ale produselor energetice și de tendințele modeste ale inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente.** Inflația IAPC s-a situat la -0,1% în luna mai 2016, reflectând o rată de -8,1% pentru componenta „produse energetice” și de 0,8% pentru inflația IAPC exclusiv alimente și produse energetice.

**Pe parcursul orizontului de proiecție, se estimează intensificarea presiunilor din surse externe asupra prețurilor, ceea ce va contribui semnificativ la creșterea inflației totale.** Efectele de bază în sensul creșterii asociate prețurilor petrolului, manifestate la nivelul componentei „produse energetice” a inflației IAPC, precum și noile majorări estimate reflectate în cotațiile *futures* ale petrolului ar trebui să reprezinte principalii determinanți ai avansului inflației totale în perioada 2016-2017. De asemenea, se anticipează propagarea în continuare a presiunilor în sensul creșterii asupra inflației totale, ca urmare a deprecierei anterioare substanțiale a euro începând cu jumătatea anului 2014. Inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente ar trebui să crească treptat pe parcursul orizontului de proiecție, pe fondul ameliorării condițiilor pe piața forței de muncă și al consolidării redresării economice, sprijinită de măsurile de politică monetară adoptate de BCE.

**Dinamica salarială este moderată, dar se va intensifica ușor, conform proiecțiilor, pe fondul înăsprii graduale a condițiilor pe piața forței de muncă.** Dinamica salarială este afectată de nivelul ridicat al șomajului, de creșterea scăzută a productivității, de procesele de ajustare derulate la nivelul țărilor în scopul redobândirii competitivității, precum și de flexibilitatea mai mare a salariilor ca urmare a reformelor structurale pe piața forței de muncă, implementate în perioada crizei. În această privință, se așteaptă ca majorarea salariilor la nivel agregat să fie inhibată în continuare de efecte ce derivă din caracteristicile sectoriale ale economiei, întrucât noi locuri de muncă par a fi create în special în sectoare cu o productivitate a muncii relativ mai scăzută și, prin urmare, cu niveluri mai reduse ale salariilor. Pe ansamblu, se estimează intensificarea treptată a creșterii remunerării pe salariat de la 1,3% în medie 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.** Se așteaptă ca noua ameliorare preconizată la nivelul cererii să favorizeze marja de decizie a companiilor în procesul de stabilire a prețurilor și, implicit, marjele de profit. Acestea din urmă au beneficiat recent de câștigurile neanticipate generate de



prețurile mai scăzute ale petrolului, însă se estimează că acest efect se va estompa pe termen scurt, în concordanță cu majorările recente și estimate ale prețurilor petrolului, reflectate de curba cotațiilor *futures* ale acestuia. Conform proiecțiilor, intensificarea preconizată a ritmului de creștere a costului unitar cu forța de muncă pe parcursul orizontului de proiecție va exercita, în plus, un impact inhibitor asupra marjelor de profit, în special în anul 2018.

**Comparativ cu proiecțiile din luna martie, perspectivele inflației IAPC au fost revizuite ușor în sens ascendent pentru anul 2016 și s-au menținut, în linii mari, nemodificate pentru 2017 și 2018.** Revizuirile în sens ascendent ale componentei „produse energetice” a inflației IAPC asociate modificărilor aduse ipotezelor privind prețurile petrolului au depășit marginal, ca efect, revizuirile în sens descendent ale componentelor non-energetice ale inflației IAPC pentru anul 2016. În ceea ce privește anii 2017 și 2018, revizuirile în sens ascendent ale componentelor „produse energetice” și „alimente” au fost compensate în mare parte de revizuirile în sens descendent ale inflației IAPC exclusiv alimente și produse energetice.

## 4

### Perspectivile fiscale

**Potrivit estimărilor, orientarea politicii fiscale va avea o ușoară contribuție pozitivă la cerere în anul 2016 și va deveni, în linii mari, 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 reduceri ale impozitelor directe și ale contribuțiilor la asigurările sociale în mai multe țări, precum și din creșterea cheltuielilor legate de aflulul de refugiați.

**Pe parcursul orizontului de proiecție, se estimează că atât ponderea deficitului bugetului general consolidat, cât și cea a datoriei publice în PIB se vor înscrie pe o traiectorie descendentă.** Reducerea deficitului în 2016 este determinată de scăderea plăților cu dobânzile și de ameliorarea componentei ciclice, compensate parțial de relaxarea orientării politicii fiscale. În 2017-2018, este probabil ca efectul pozitiv al plăților mai mici cu dobânzile să fie amplificat de o ameliorare a soldului primar generată în principal de evoluțiile ciclice favorabile. În perioada 2016-2018, se estimează că reducerea graduală a datoriei publice va fi susținută îndeosebi 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 putea avea, de asemenea, un impact favorabil asupra traiectoriei datoriei.

**Comparativ cu proiecțiile publicate în luna martie, perspectivele fiscale sunt mai favorabile.** Soldul bugetar a fost revizuit în sens ascendent pe parcursul orizontului de proiecție, pe seama estimării unei majorări mai puțin alerte a consumului administrațiilor publice, inclusiv a remunerării salariaților din sectorul public, și a unei creșteri a PIB nominal, în linii mari, nemodificate în perioada 2017-

2018. Se preconizează că ponderea datoriei publice în PIB va fi mai scăzută pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând excedente primare mai ridicate și, în special în 2016, un diferențial mai favorabil între ritmul de creștere a PIB și rata dobânzii aferentă datoriei publice, generat de revizuirea în sens ascendent a creșterii PIB nominal.

**Tabelul 1**

**Proiecții macroeconomice pentru zona euro<sup>1)</sup>**

(variații procentuale anuale)

	Iunie 2016				Martie 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB real <sup>1)</sup>	1,6	1,6 [1,3 - 1,9] <sup>2)</sup>	1,7 [0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	1,7 [0,5 - 2,9] <sup>2)</sup>	1,5	1,4 [1,0 - 1,8] <sup>2)</sup>	1,7 [0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	1,8 [0,6 - 3,0] <sup>2)</sup>
Consumul privat	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Consumul administrațiilor publice	1,3	1,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,1	1,2
Formarea brută de capital fix	2,7	3,2	3,4	3,3	2,5	2,7	3,6	3,3
Exporturi <sup>3)</sup>	5,2	3,2	4,2	4,4	4,8	3,0	4,3	4,6
Importuri <sup>3)</sup>	6,0	4,7	4,7	4,8	5,4	4,6	5,3	5,1
Ocuparea forței de muncă	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,8	0,9
Rata șomajului (% din forța de muncă)	10,9	10,2	9,9	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
IAPC	0,0	0,2 [0,1 - 0,3] <sup>2)</sup>	1,3 [0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	1,6 [0,7 - 2,5] <sup>2)</sup>	0,0	0,1 [-0,2 - 0,4] <sup>2)</sup>	1,3 [0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	1,6 [0,8 - 2,4] <sup>2)</sup>
IAPC exclusiv produse energetice	0,9	0,9	1,2	1,6	0,9	1,1	1,3	1,5
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte <sup>4)</sup>	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
Costul unitar cu forța de muncă	0,8	0,8	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
Remunerarea pe salariat	1,3	1,3	1,8	2,2	1,3	1,5	1,9	2,1
Productivitatea muncii	0,6	0,5	0,8	0,9	0,4	0,4	0,9	0,9
Soldul bugetului general consolidat (% din PIB)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Soldul bugetar structural (% din PIB) <sup>5)</sup>	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Datoria publică brută (% din PIB)	90,7	90,0	89,0	87,4	91,1	90,8	90,0	89,2
Soldul contului curent (% din PIB)	3,2	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,5

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 intitulată „Cyclical adjustment of the government budget balance” (Buletinul lunar al BCE – martie 2012) și „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” (Buletinul lunar al BCE – septembrie 2014).

### Caseta 3

#### Analize ale sensibilității

---

**Proiecțiile se bazează în mare măsură pe ipotezele tehnice referitoare la evoluția anumitor variabile principale.** Dat fiind că unele dintre aceste variabile pot avea un impact semnificativ asupra proiecțiilor zonei 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 52 USD/baril la sfârșitul anului 2018. Această traiectorie este în concordanță cu o revigorare moderată a cererii mondiale de petrol, scenariu posibil asociat dinamizării redresării economiei mondiale și unei ușoare scăderi a ofertei de petrol. O combinație de modele alternative utilizate de experții Eurosistemului<sup>4</sup> 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 se estimase 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 unei diminuări a capacității de exploatare a petrolului în unele țări producătoare de petrol. Materializarea acestei traiectorii alternative, în care prețurile petrolului ar fi cu 10% 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 circa 0,1 puncte procentuale în 2017 și 0,2 puncte procentuale în 2018).

#### 2) O traiectorie alternativă a cursului de schimb

**Această analiză a sensibilității vizează 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, ultimele date disponibile fiind anterioare datei de 10 mai 2016. Această traiectorie implică o depreciere treptată a euro față de dolarul SUA la un curs

---

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

de schimb de 1,04 USD/EUR în anul 2018, cu 8,8% 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 4,6% 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 0,1-0,3 puncte procentuale) în anii 2016, 2017 și 2018.

## Caseta 4

### Prognoze ale altor instituții

**O serie de prognoze pentru zona euro au fost elaborate atât de organizații internaționale, cât și de instituții din sectorul privat.** Totuși, acestea nu sunt strict comparabile una cu cealaltă sau cu proiecțiile macroeconomice realizate de experții Eurosistemului, întrucât au fost finalizate la momente diferite. În plus, proiecțiile utilizează metode diverse (în parte neprecizate) pentru stabilirea ipotezelor privind variabilele fiscale, financiare și externe, inclusiv cotațiile petrolului și ale altor materii prime. Totodată, există diferențe între prognoze în ceea ce privește metodele de ajustare cu numărul zilelor lucrătoare (a se vedea tabelul). După cum se arată în tabel, cele mai multe dintre prognozele altor instituții, disponibile în prezent, indică o creștere similară sau ușor mai redusă a PIB real pe parcursul orizontului de proiecție, iar pentru inflație, perspective similare sau ușor mai ridicate. Proiecțiile privind creșterea PIB real și inflația IAPC nu se îndepărtează semnificativ de punctul central al proiecțiilor experților Eurosistemului din luna iunie, încadrându-se în mod clar în intervalele de variație prevăzute de aceste proiecții (menționate între paranteze pătrate în tabel).

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

(variații procentuale anuale)

	Data publicării	Creșterea PIB			Inflația IAPC		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Proiecțiile experților Eurosistemului	iunie 2016	1,6 [1,3-1,9]	1,7 [0,7-2,7]	1,7 [0,5-2,9]	0,2 [0,1-0,3]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,7-2,5]
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	mai 2016	1,6	1,7	1,6	0,3	1,4	1,7
Previziunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	mai 2016	1,6	1,6	1,6	0,2	1,3	1,6
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză ( <i>Survey of Professional Forecasters</i> )	aprilie 2016	1,5	1,6	1,7	0,3	1,3	1,6
FMI	aprilie 2016	1,5	1,6	1,6	0,4	1,1	1,3

Sursa: Previziunile economice europene ale Comisiei Europene, primăvara anului 2016; *IMF World Economic Outlook*, aprilie 2016; *OECD Economic Outlook*, iunie 2016; previziunile *Consensus Economics Forecasts*; *MJEconomics* și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*).

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](http://www.ecb.europa.eu)

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