



# Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE – martie 2016<sup>1</sup>

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

*Potrivit proiecțiilor, redresarea activității economice în zona euro va continua, deși dinamica acesteia va fi inferioară celei anticipate anterior. Ritmul mai lent reflectă încetinirea creșterii economice la nivel mondial și întărirea cursului de schimb efectiv al euro. Se estimează că PIB real va înregistra o creștere medie anuală de 1,4% în anul 2016, de 1,7% în 2017 și de 1,8% în 2018. Ca urmare a unei noi scăderi pronunțate a prețurilor petrolului, proiecția privind inflația IAPC a fost revizuită în sens descendent, la 0,1%, pentru anul 2016 și ușor descendent, la 1,3%, pentru 2017. Se anticipează că rata inflației va crește în continuare, până la 1,6% în anul 2018.*

**Perspectivile privind creșterea PIB real pe termen scurt s-au deteriorat, pe fondul intensificării recente a acțiunii unor factori inhibitori.** Acești factori se referă la evoluțiile nefavorabile ale activității economice la nivel mondial, în special în economiile de piață emergente, la întărirea cursului de schimb efectiv al euro și la amplificarea incertitudinilor, reflectată de accentuarea volatilității pe piețele financiare. Luând în considerare și deteriorarea încrederii consumatorilor și a sectorului corporativ din lunile ianuarie și februarie, perspectivele pe termen scurt ale creșterii PIB real s-au înrăutățit ulterior proiecțiilor din luna decembrie 2015.

**Cu toate acestea, se anticipează că o serie de factori favorabili vor sprijini continuarea redresării economice.** Orientarea acomodativă a politicii monetare a BCE, consolidată și mai mult în luna decembrie 2015 prin anunțarea unor măsuri suplimentare de politică monetară, continuă să se transmită la nivelul economiei. Potrivit proiecțiilor, consumul privat va fi sprijinit în anul 2016 atât de noua scădere pronunțată înregistrată recent de prețurile petrolului, cât și de procesul în derulare de ameliorare a condițiilor pe piața forței de muncă. Redresarea economică la nivel mondial ar trebui să contribuie, de asemenea, la dinamizarea progresivă a

---

<sup>1</sup> 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 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 15 februarie 2016 (Casetă 2). Data-limită pentru includerea altor informații în cadrul acestui exercițiu a fost 25 februarie 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.

investițiilor, parțial ca urmare a efectelor de accelerator. Totodată, cererea internă va beneficia de o ușoară relaxare fiscală, parțial asociată influxului de refugiați.

**Se anticipează că traiectoria inflației totale pe parcursul orizontului de proiecție va fi puternic influențată de profilul componentei „produse energetice” a inflației IAPC.** Luând în considerare noua scădere pronunțată a prețurilor petrolului din ultimele luni, componenta „produse energetice” a inflației IAPC este preconizată să înregistreze rate negative în anul 2016 și să revină la valori pozitive în 2017, având în vedere efectele de bază puternice în sensul creșterii, precum și majorările estimate ale prețurilor petrolului reflectate în curba cotațiilor *futures* ale acestuia. În același timp, se consideră că inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente va consemna o creștere treptată în anii următori, pe măsură ce ameliorarea condițiilor pe piața forței de muncă și reducerea deficitului de cerere din economie se materializează în majorări ale salariilor și ale marjelor de profit. În plus, se anticipează că impactul întârziat al deprecierei pronunțate a euro înregistrate anterior și efectele indirecte ale scumpirii estimate a produselor energetice și a materiilor prime non-energetice, alături de atenuarea efectelor în sensul scăderii generate de reducerile anterioare ale prețurilor acestora, vor sprijini creșterea inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente.

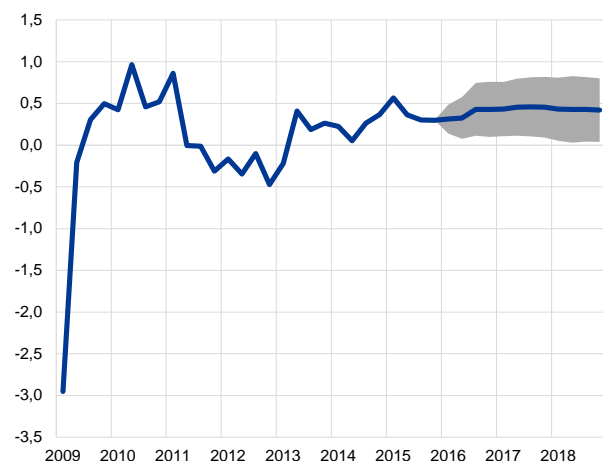
## Graficul 1

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

(date trimestriale)

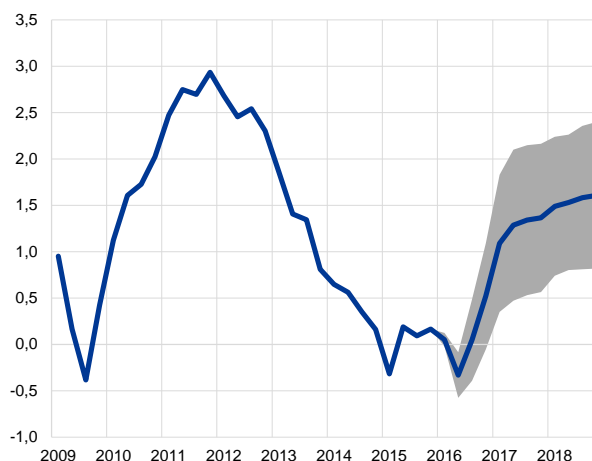
#### PIB real în zona euro<sup>2)</sup>

(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.

**Potrivit proiecțiilor, redresarea activității economice în zona euro va continua, deși dinamica acesteia va fi ușor inferioară celei anticipate anterior.** Ritmul de creștere a PIB real s-a menținut moderat în trimestrul IV 2015, situându-se la 0,3% față de trimestrul anterior. Valorile recente ale indicatorilor privind încrederea consumatorilor și a sectorului corporativ au consemnat o scădere, dar sugerează încă o continuare a creșterii modeste a activității economice în semestrul I 2016.

**Cheltuielile aferente consumului privat vor beneficia semnificativ, conform proiecțiilor, de prețurile scăzute ale petrolului în anul 2016.** Se estimează că prețurile petrolului în dolari SUA se vor situa, în medie, la 34,9 USD/baril în anul 2016, cu 33% sub nivelul anticipat în proiecțiile din luna decembrie 2015 (Caseta 1). Veniturile disponibile nominale ar trebui să crească pe parcursul orizontului de proiecție, fiind susținute de avansul constant al ocupării forței de muncă, precum și de accelerarea dinamicii remunerării pe salariat (în termeni nominali), o contribuție pozitivă fiind așteptată și din partea altor venituri personale. Se anticipează că veniturile disponibile reale vor înregistra o pierdere de ritm în anul 2017, pe fondul majorării proiectate a dinamicii prețurilor produselor energetice. Pe parcursul întregului orizont de proiecție, costurile scăzute de finanțare și creșterea moderată a avuției nete a gospodăriilor populației, ambele consolidate de pachetul de măsuri de politică monetară adoptate recent de BCE, ar trebui să stimuleze consumul privat. În ansamblu, se preconizează o intensificare a ritmului anual de creștere a consumului privat de la 1,6% în anul 2015 la 1,9% în 2016, urmată de o diminuare până la 1,8% în 2017 și 1,6% în 2018.

## Caseta 1

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

**Comparativ cu proiecțiile publicate în luna decembrie 2015, principalele modificări ale ipotezelor tehnice se referă la o scădere semnificativă a prețurilor în dolari SUA ale petrolului, o apreciere cu 5% a cursului de schimb efectiv al euro și o reducere a ratelor dobânzilor pe termen scurt și lung pe piață.**

Ipoteze tehnice

	Martie 2016				Decembrie 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Prețul petrolului (în USD/baril)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
Cursul de schimb USD/EUR	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE38) (variații procentuale anuale)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	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 15 februarie 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 și 2017 și la -0,2% în anul 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 1,2% în anul 2016, de 1,4% în 2017 și de 1,7% 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, nemodificate în 2017 și vor consemna o creștere modestă în 2018. Referitor la prețurile materiilor prime, pe baza traiectoriei implicite de pe piețele *futures* în perioada de două săptămâni anterioară datei-limită de 15 februarie, se anticipează că prețul țițeiului Brent se va reduce de la 52,5 USD/baril în anul 2015 la 34,9 USD/baril în anul 2016, urmând să crească la 41,2 USD în 2017 și 44,9 USD în 2018, niveluri mai scăzute cu 17 USD/baril în 2016 și, respectiv, cu 16 USD/baril în 2017 față de proiecțiile din decembrie 2015. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor reduce

<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.

semnificativ în anul 2016 și vor înregistra o ușoară 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 15 februarie. Această ipoteză presupune un curs de schimb de 1,11 USD/EUR în anul 2016 și de 1,12 USD/EUR în anii 2017 și 2018, față de 1,09 EUR în proiecțiile din luna decembrie 2015. Se preconizează o apreciere cu 5% a cursului de schimb efectiv al euro (față de 38 de parteneri comerciali) pe parcursul orizontului de proiecție.

---

**Se anticipează că tiparul ratei de economisire a gospodăriilor populației va fi determinat în principal de netezirea intertemporală a consumului, având în vedere evoluțiile prețurilor petrolului.** Rata de economisire este proiectată să înregistreze o creștere în 2016, reflectând transmiterea progresivă a majorării veniturilor reale asociate scăderii prețurilor petrolului la nivelul cheltuielilor de consum. Se așteaptă o corecție parțială a acestui efect în anul 2017. Pentru restul orizontului de proiecție, este prognozată o stagnare a ratei de economisire. Tiparul, în general, uniform al ratei de economisire reflectă evoluții divergente în țările din zona euro. În unele țări, se preconizează că nivelurile încă ridicate ale șomajului și ale datoriei brute, precum și impactul nivelului foarte scăzut al ratelor dobânzilor asupra economiilor asociate pensiilor vor menține o relativă presiune în sensul creșterii asupra economisirii. În alte țări, se anticipează că vor predomina presiuni în sensul scăderii asupra economisirii. În primul rând, scăderea graduală a șomajului ar trebui să conducă la diminuarea economisirii în scop preventiv, permițând populației să efectueze achiziții majore care este posibil să fi fost amânate anterior. În al doilea rând, randamentele foarte scăzute tind să descurajeze economisirea prin intermediul unui efect de substituție intertemporal.

**Se așteaptă o intensificare a investițiilor rezidențiale în zona euro, deși de la un nivel foarte scăzut.** Redresarea investițiilor în obiective rezidențiale va fi sprijinită, conform proiecțiilor, de creșterea susținută a veniturilor disponibile reale și de ratele foarte scăzute ale dobânzilor la creditele ipotecare. În plus, procesele de ajustare pe piețele imobiliare din mai multe țări par să se fi încheiat, iar perspectivele privind prețurile locuințelor s-au ameliorat. Este însă probabil ca, în multe țări, nivelurile ridicate de îndatorare a populației să împiedice o majorare puternică a investițiilor în obiective rezidențiale. În ansamblu, este probabil ca, în 2018, investițiile în obiective rezidențiale să se situeze în continuare cu aproximativ 20% sub nivelul maxim consemnat în anul 2007, având în vedere redresarea modestă anticipată a acestora.

**Se așteaptă ca investițiile corporative să consemneze o redresare modestă.** Pe termen scurt, se estimează că perspectivele investițiilor corporative vor fi influențate

---

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

nefavorabil de volatilitatea înregistrată recent pe piețele financiare și de încetinirea economiilor de piață emergente. Cu toate acestea, o serie de factori ar trebui să sprijine, în timp, investițiile. Conform proiecțiilor, orientarea foarte acomodativă a politicii monetare, efectele de accelerator în contextul consolidării proiectate a cererii, necesitatea modernizării stocului de capital după mai mulți ani de investiții scăzute, măsurile fiscale expansioniste din anumite țări și creșterea marjelor de profit în contextul unui nivel deja ridicat al lichidității în sectorul societăților nefinanciare vor sprijini cheltuielile de capital. De asemenea, pe parcursul orizontului de proiecție, presiunile în ansamblu exercitate de reducerea gradului de îndatorare a sectorului corporativ în zona euro ar trebui să reprezinte într-o mai mică măsură o constrângere pentru investițiile corporative față de perioada anterioară. Într-adevăr, ponderea datoriilor în fondurile proprii s-a redus substanțial comparativ cu nivelurile maxime atinse în perioada crizei financiare și se menține la niveluri semnificativ inferioare mediilor istorice. Cu toate acestea, redresarea investițiilor corporative va fi încă frânată de blocaje financiare reziduale și de gradul ridicat de îndatorare din unele țări, precum și de anticipațiile privind o creștere mai redusă a PIB potențial.

**Dinamica exporturilor în afara zonei euro ar trebui să beneficieze de redresarea anticipată a cererii externe adresate zonei euro (Caseta 2) și de efectele întârziate ale deprecierei anterioare a euro.** După scăderea consemnată recent, dinamica exporturilor în afara zonei euro este proiectată să se redreseze treptat în anul 2016 și, ulterior, să se intensifice la niveluri ușor peste ritmul anticipat de creștere a cererii externe. Pe parcursul orizontului de proiecție, se anticipează o creștere ușoară a cotelor de piață deținute de exporturile zonei euro, pe seama efectelor întârziate ale câștigurilor de competitivitate consemnate în perioada anterioară. Se așteaptă ca dinamica importurilor din afara zonei euro să fie influențată de cererea internă, menținându-se ușor superioară dinamicii exporturilor în afara zonei euro. În consecință, excedentul de cont curent este proiectat să se reducă de la 3,0% din PIB în anii 2015 și 2016 la 2,5% în 2018.

**În ansamblu, se anticipează că PIB real se va majora cu 1,4% în 2016, cu 1,7% în 2017 și cu 1,8% în 2018.**

## Caseta 2

### Contextul internațional

---

**Evoluțiile înregistrate de economiile dezvoltate și economiile de piață emergente s-au dovedit mai modeste decât se estimase la finele anului 2015, confirmând faptul că dinamica creșterii economice la nivel mondial este în continuare fragilă.** După pierderea de ritm de la sfârșitul anului 2015 și începutul anului 2016, se proiectează o creștere treptată, în ritm moderat, a activității economice la nivel mondial, pe fondul perspectivelor unei creșteri în continuare robuste în majoritatea economiilor dezvoltate și al atenuării progresive anticipate a recesiunii profunde consemnate în anumite 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. În plus, nivelurile ridicate ale încrederii consumatorilor din anumite economii ale principalelor țări dezvoltate pot implica perspective de creștere favorabile. În schimb,

perspectivele pe termen mediu pentru economiile de piață emergente sunt în continuare marcate de un grad mai ridicat de incertitudine. Pe lângă încetinirea trendului de creștere al economiei chineze și efectele negative de propagare ale acesteia la nivelul altor economii de piață emergente, în special din Asia, țările exportatoare de materii prime vor trebui să continue procesul de ajustare macroeconomică pentru a se adapta prețurilor mai scăzute ale materiilor prime. În plus, aceste economii se vor confrunta cu înăsprirea condițiilor de finanțare externe, generată de normalizarea politicii monetare a SUA, cu incertitudini politice mai ridicate și cu tensiuni geopolitice sporite.

**Dinamica schimburilor comerciale la nivel mondial a fost dezamăgitoare în ultima vreme și se estimează că se va intensifica numai ușor pe parcursul orizontului de proiecție.** În raport cu PIB mondial, profilul importurilor globale și cel al cererii externe adresate zonei euro sunt proiectate să fie mai degrabă modeste pe parcursul orizontului de proiecție. Se estimează că dinamica cererii externe adresate zonei euro se va intensifica de la 0,4% în anul 2015 la 2,2% în 2016 și la 3,8% și 4,1% în 2017 și, respectiv, 2018. Spre comparație, în perioada 1999-2007 s-au înregistrat rate de creștere medii anuale de aproximativ 7,7%.

## Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

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

1) Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

**Comparativ cu proiecțiile publicate în luna decembrie 2015, proiecțiile privind activitatea economică la nivel mondial au fost revizuite în sens descendent, în special pentru anul 2016.** Cererea externă adresată zonei euro a fost, de asemenea, revizuită substanțial în sens descendent pentru 2016.

**Întrucât creșterea efectivă a PIB este estimată a se situa cu mult peste creșterea PIB potențial, se anticipează că deviația PIB se va reduce constant pe parcursul orizontului de proiecție.** Se preconizează că rata de creștere a PIB potențial va consemna o relativă intensificare pe parcursul orizontului de proiecție, la puțin peste 1%, menținându-se mult sub nivelul înregistrat în perioada anterioară crizei.

**Condițiile pe piața forței de muncă din zona euro ar trebui să se amelioreze în continuare.** Ocuparea forței de muncă este proiectată să crească în continuare pe parcursul orizontului de proiecție, deși într-un ritm ușor mai temperat decât s-a anticipat anterior, reflectând în principal redresarea economică mai modestă. Temperarea majorărilor salariale și reformele anterioare de pe piața forței de muncă sunt considerate favorabile creșterii gradului de ocupare a forței de muncă pe parcursul orizontului de proiecție. Se estimează o creștere puternică a forței de muncă pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând influxul continuu de refugiați

și estomparea efectelor de descurajare. Se anticipează că rata șomajului, care a coborât la 10,3% în luna ianuarie 2016, va scădea în continuare.

**Perspectivile privind creșterea PIB real au fost revizuite în sens descendent comparativ cu proiecțiile din luna decembrie 2015.** Această revizuire reflectă efectele nefavorabile combinate ale cererii externe mai reduse adresate zonei euro și ale aprecierii cursului de schimb al euro asupra dinamicii exporturilor, precum și impactul volatilității sporite pe piețele financiare și al indicatorilor de încredere mai scăzuți asupra perspectivelor pe termen scurt. Impactul favorabil exercitat de prețurile mai scăzute ale petrolului și de măsurile suplimentare recente de politică monetară asupra cererii interne compensează doar parțial aceste efecte nefavorabile cumulate.

### 3 Prețuri și costuri

**Potrivit estimării preliminare a Eurostat (publicată după data-limită pentru includerea în exercițiu a celor mai recente informații), inflația IAPC s-a situat în luna februarie 2016 la -0,2%, cu 0,3 puncte procentuale sub nivelul înregistrat în luna noiembrie 2015, reflectând scăderi la nivelul tuturor componentelor principale.** Conform proiecțiilor, contribuția negativă substanțială de 0,8 puncte procentuale din partea componentei „produse energetice” a inflației IAPC, asociată scăderii pronunțate recente a prețurilor petrolului, va continua să atenueze semnificativ, în 2016, inflația totală, al cărei nivel mediu anual este estimat la 0,1%. În anul 2016, inflația IAPC exclusiv alimente și produse energetice este proiectată să se intensifice ușor, la 1,1%, după nivelul de 0,8% înregistrat în 2015, menținându-se mai degrabă modestă, pe seama efectelor indirecte generate de prețurile mai scăzute ale petrolului, de aprecierea efectivă recentă a euro și de persistența deficitului de cerere agregată.

**Intensificarea puternică a inflației IAPC anticipată pentru anul 2017 până la 1,3% este explicată, în mare măsură, de efectele de bază generate de prețurile materiilor prime.** Astfel, se estimează că, în 2017, efectele de bază în sensul creșterii – odată ce scăderile pronunțate ale prețurilor petrolului și produselor energetice dispar din rata anuală –, precum și majorarea în continuare a prețurilor materiilor prime vor conduce la presiuni mai puternice din surse externe asupra prețurilor.

**Dinamica salarială a fost modestă până în prezent, dar ar trebui să se consolideze treptat pe parcursul orizontului de proiecție.** Deși nivelul ridicat al șomajului și creșterea lentă a productivității au limitat dinamica salarială până în prezent, se estimează că, pe parcursul orizontului de proiecție, creșterea în continuare a gradului de ocupare a forței de muncă va reduce decalajul între cerere și ofertă pe piața forței de muncă. Totodată, creșterea proiectată a inflației ar trebui să sprijine, de asemenea, majorările salariale, îndeosebi către sfârșitul orizontului de proiecție. Cu toate acestea, ritmul de creștere a salariilor este estimat a se menține modest, inclusiv ca urmare a avansului în continuare lent al productivității.



**Marjele de profit ar trebui să beneficieze de redresarea economică în curs și de prețurile mai scăzute ale petrolului.** Ameliorarea în continuare a cererii interne și reducerea deficitului de cerere din economie, prevăzute pentru anii următori, vor oferi companiilor o marjă de decizie mai solidă în procesul de stabilire a prețurilor, ceea ce va influența pozitiv marjele de profit ale acestora. În plus, se estimează că marjele de profit vor fi stimulate în continuare de câștigurile din venituri neanticipate generate de prețurile mai scăzute ale petrolului în 2016.

**Reflectând intensificarea presiunilor din surse interne asupra prețurilor, se anticipează că inflația IAPC va crește în continuare la 1,6% în 2018.**

**Comparativ cu proiecțiile din luna decembrie, perspectivele inflației IAPC au fost revizuite în sens descendent, îndeosebi pentru anul 2016.** Presiunile semnificativ mai reduse din surse externe asupra prețurilor, asociate în special prețurilor mult sub așteptări ale petrolului și cursului de schimb efectiv al euro relativ mai apreciat decât se estimase, explică, în mare măsură, revizuirea în sens descendent a inflației. La aceasta contribuie, de asemenea, o dinamică salarială mai moderată decât cea proiectată anterior.

## 4

### Perspectivile fiscale

**Potrivit estimărilor, orientarea politicii fiscale va fi expansionistă până în anul 2017 și va tinde să fie neutră în 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 până în 2017 derivă în principal din reduceri ale impozitelor directe în unele țări și din cheltuielile legate de refugiați.

**Pe parcursul orizontului de proiecție, se preconizează o stabilizare a deficitului bugetar al administrațiilor publice la aproximativ 2% din PIB și o scădere ușoară a ponderii datoriei în PIB.** Este probabil ca, în special în anul 2016, contribuția favorabilă la soldul bugetar a componentei ciclice și a plăților mai scăzute cu dobânzile să fie compensată de o relaxare a orientării politicii fiscale. Până în 2018, se estimează că reducerea graduală a datoriei publice va fi 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 decembrie, perspectivele fiscale au consemnat o ușoară deteriorare.** Soldul bugetar a fost revizuit ușor în sens descendent pentru anul 2015, pe seama impactului nivelului mai redus al PIB nominal, această revizuire având efecte și în anii 2016-2017. Conform proiecțiilor, ponderea datoriei în PIB va fi mai mare pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând un excedent primar ușor mai scăzut și, în special în perioada 2015-2016,

un diferențial mai puțin favorabil între ritmul de creștere a PIB și rata dobânzii aferentă datoriei publice, generat de revizuirea în sens descendent a inflației și a creșterii PIB nominal.

**Tabelul 1**

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

(variații procentuale anuale)

	Martie 2016				Decembrie 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
PIB real <sup>1)</sup>	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0 - 1,8] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,6 - 3,0] <sup>2)</sup>	[1,4 - 1,6] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>2)</sup>
Consumul privat	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Consumul administrațiilor publice	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Formarea brută de capital fix	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Exporturi <sup>3)</sup>	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Importuri <sup>3)</sup>	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Ocuparea forței de muncă	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Rata șomajului (% din forța de muncă)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
IAPC	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2 - 0,4] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,4] <sup>2)</sup>	[0,1 - 0,1] <sup>2)</sup>	[0,5 - 1,5] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,3] <sup>2)</sup>
IAPC exclusiv produse energetice	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Costul unitar cu forța de muncă	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Remunerarea pe salariat	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Productivitatea muncii	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Soldul bugetar al administrațiilor publice (% din PIB)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Soldul bugetar structural (% din PIB) <sup>5)</sup>	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Datoria publică brută (% din PIB)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Soldul contului curent (% din PIB)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

1) Date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

2) Intervalele din proiecții se bazează pe diferențele dintre rezultatele efective și proiecțiile anterioare elaborate într-un anumit număr de ani. Amplitudinea acestor intervale este egală cu dublul mediei valorilor absolute 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 diferențele 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 3

#### Analize ale sensibilității și analize ale scenariilor

---

**Proiecțiile se bazează în mare măsură pe ipotezele tehnice referitoare la evoluția anumitor variabile principale.** Dat fiind că unele dintre aceste variabile pot avea un impact semnificativ asupra proiecțiilor 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. În plus, această casetă conține și un scenariu privind impactul potențial al unei încetiniri mai accentuate și sincronizate a economiilor de piață emergente asupra creșterii economice și inflației din zona euro.

#### 1) O traiectorie alternativă a prețurilor petrolului

**Potrivit modelelor alternative de evoluție a prețurilor petrolului, acestea vor înregistra o creștere relativ mai rapidă pe parcursul orizontului de proiecție decât sugerează cotațiile futures.** Ipotezele tehnice privind evoluțiile prețurilor petrolului care fundamentează proiecțiile de bază, construite pornind de la cotațiile futures, preconizează o majorare cu 40% a prețurilor petrolului în perioada cuprinsă între trimestrul I 2016 și trimestrul IV 2018. O combinație de modele alternative utilizate de experții BCE<sup>4</sup> pentru a prognoza prețurile petrolului pe parcursul orizontului de proiecție sugerează, în prezent, un preț mai ridicat al petrolului în cadrul orizontului de proiecție decât se estimase în ipotezele tehnice. Această evoluție ar fi în concordanță cu o redresare mai puternică a cererii mondiale de petrol pe termen mediu sau cu o scădere 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, ca reacție la ieftinirea recentă a acestuia. Materializarea acestei traiectorii alternative, în care prețurile petrolului ar fi cu 11,6% 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 0,1-0,2 puncte procentuale în 2016, 2017 și 2018).

#### 2) Traiectorii alternative ale cursului de schimb

**Această analiză a sensibilității include două traiectorii alternative ale cursului de schimb al euro față de proiecția de bază.** Prima se bazează pe cea de-a 25-a percentilă a distribuției care are la bază densitățile implicite calculate în mediu neutru la risc folosind opțiuni cu suport USD/EUR, curs valabil în data de 15 februarie 2016. Această traiectorie implică o depreciere treptată a euro față de dolarul SUA la un curs de schimb de 1,00 USD/EUR în anul 2018, cu 10,8% sub nivelul proiecției de bază pentru anul respectiv. Cea de-a doua traiectorie are la bază cea de-a 75-a percentilă a aceleiași distribuții și implică o apreciere treptată a euro față de dolarul SUA la un curs de schimb de 1,24 USD/EUR în anul 2018, cu 11,2% 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%. În cazul

---

<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.

deprecierii, 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 5,8% sub nivelul 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 0,1-0,3 puncte procentuale) și o rată mai ridicată a inflației IAPC (cu 0,1-0,4 puncte procentuale) în anii 2016, 2017 și 2018. În cazul aprecierii, această ipoteză are ca rezultat o abatere progresivă în sens ascendent a cursului de schimb efectiv al euro față de proiecția de bază, până la un nivel cu 5,5% peste nivelul 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 redusă a PIB real (cu 0,1-0,3 puncte procentuale) și o rată mai scăzută a inflației IAPC (cu 0,1-0,4 puncte procentuale) în anii 2016, 2017 și 2018.

### 3) Un scenariu privind încetinirea sincronizată a economiilor de piață emergente

**Perspectivile de creștere ale economiilor de piață emergente s-au înrăutățit în ultimele luni, iar riscurile în sensul scăderii la adresa proiecțiilor privind creșterea economică la nivel mondial s-au intensificat.** Cu toate acestea, proiecția de bază presupune o redresare treptată, modestă a activității în economiile de piață emergente pe parcursul orizontului de proiecție. În acest context, s-a elaborat un scenariu pentru a analiza impactul unei încetiniri mai accentuate și sincronizate a economiilor emergente asupra creșterii reale a PIB și a inflației IAPC din zona euro.

**Acest scenariu presupune că încetinirea este declanșată de „aterizarea forțată” a economiei în China, pe fondul materializării riscurilor la adresa stabilității financiare și al deteriorării încrederii consumatorilor și a sectorului corporativ din această țară ca urmare a ieșirilor de capital.** Un scenariu privind o „aterizare forțată” a economiei în China ar presupune o corecție mai puternică a dezechilibrelor interne, precum și o încetinire a investițiilor, care ar conduce la o creștere a șomajului. În plus, în cazul acestui scenariu, ritmul de creștere a consumului privat în China s-ar reduce semnificativ. Conform modelelor economice utilizate, deteriorarea condițiilor financiare și perspectivele mai puțin favorabile privind creșterea economică în China s-ar propaga la nivelul altor economii de piață emergente, care ar fi afectate prin intermediul canalului direct al schimburilor comerciale și prin sporirea preconizată a incertitudinii la nivel mondial. În acest scenariu, incertitudinea la nivel mondial este aproximată printr-o majorare temporară de 10 puncte procentuale a indicelui VIX<sup>5</sup>, această creștere estompându-se pe parcursul orizontului de proiecție. Se estimează, de asemenea, că scăderea preconizată a cotațiilor acțiunilor în China va conduce la un declin al prețurilor acțiunilor la nivel mondial. Încetinirea mai accentuată a economiilor de piață emergente ar conduce, conform modelelor, la plasarea traiectoriei prețurilor materiilor prime pe un palier mai scăzut pe parcursul orizontului de proiecție. Totodată, se estimează că autoritățile chineze ar atenua „aterizarea forțată” a economiei permițând deprecierea renminbiului. Ca urmare a efectelor de contagiune, se preconizează că această evoluție ar conduce la deprecierea monedelor economiilor de piață emergente. Drept rezultat, în cadrul acestui scenariu, dolarul SUA, yenul japonez și euro s-ar aprecia în termeni efectivi nominali. Aprecierea acestor trei monede ar afecta, la rândul său, sectoarele exportatoare ale Statelor Unite, Japoniei și zonei euro, exercitând

---

<sup>5</sup> Indicele VIX măsoară volatilitatea implicită a prețurilor opțiunilor având ca activ-suport indicele S&P 500, calculat de Chicago Board Options Exchange.

presiuni suplimentare în sensul scăderii asupra inflației din aceste regiuni, îndeosebi din cauza reducerii prețurilor importurilor.

### Principalele ipoteze ale scenariului

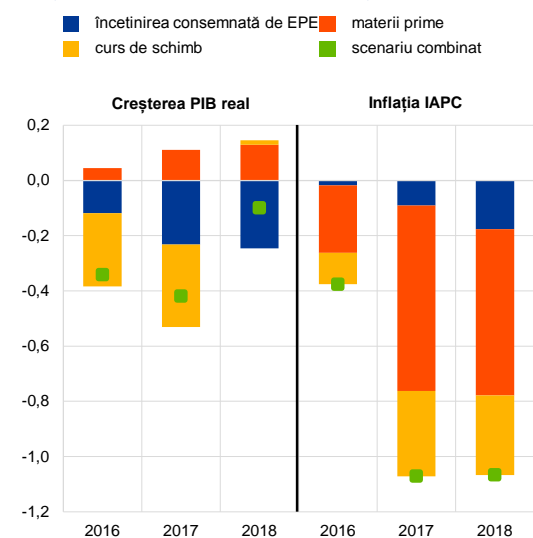
	2016	2017	2018
Cererea internă în China	-2,3	-4,7	-3,0
Piețele internaționale de acțiuni	-20,0	-20,0	-20,0
Deprecierea monedei chineze și a monedelor EPE față de cele ale economiilor dezvoltate	-5,0	-10,0	-10,0
Cursul de schimb efectiv nominal al euro	1,1	2,8	2,8
Prețurile petrolului (în USD/baril)	-8,8	-26,0	-37,8

Sursa: experții BCE.

Notă: Calculat ca deviație a variației procentuale de la nivelurile proiecției de bază, cu excepția cererii interne din China, care este calculată ca deviație în puncte procentuale de la ritmurile de creștere din proiecția de bază. Indicele prețurilor acțiunilor în China scade cu 40% față de nivelurile proiecției de bază. „EPE” se referă la economiile de piață emergente.

### Contribuții la creșterea PIB real și inflația IAPC în zona euro

(deviația în puncte procentuale de la nivelul proiecției de bază)



Sursa: experții BCE.

Notă: Scenariile sunt elaborate pe baza unor modele diverse. Se estimează că politica monetară reprezintă un factor exogen. „EPE” se referă la economiile de piață emergente.

### În cadrul acestui scenariu, atât creșterea PIB real, cât și inflația IAPC în zona euro ar fi inferioare celor din proiecția de bază.

Datele din diferite modele macroeconomice elaborate de experții BCE sugerează că încetinirea activității economice de pe piețele emergente ar avea ca rezultat scăderea cererii externe adresate zonei euro, atenuând creșterea PIB real și inflația IAPC în zona euro atât în 2017, cât și în 2018. Totodată, reducerea prețurilor materiilor prime (atât ale petrolului, cât și ale materiilor prime non-energetice) pe fondul încetinirii economiilor emergente ar impulsiona activitatea economică din zona euro, în urma majorării veniturilor reale ale populației și a profiturilor companiilor. În plus, prețurile mai scăzute ale materiilor prime ar exercita o presiune puternică în sensul scăderii asupra inflației IAPC în zona euro. Aprecierea euro față de renminbi și de monedele altor piețe emergente ar exercita o presiune suplimentară în sensul scăderii asupra activității economice și

prețurilor din zona euro. În concluzie, încetinirea sincronizată a economiilor de piață emergente declanșată de China ar presupune riscuri semnificative în sensul scăderii la adresa proiecțiilor de bază în ceea ce privește atât creșterea PIB real, cât și inflația IAPC în zona euro.

## 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 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, cele mai multe dintre prognozele altor instituții, disponibile în prezent, indică o creștere mai mare a PIB real și a inflației IAPC pentru anul 2016, dar nu se îndepărtează în mod semnificativ de punctul central al proiecțiilor experților BCE din luna martie pentru anii 2017 și 2018, 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 BCE	martie 2016	1,4 [1,0-1,8]	1,7 [0,7-2,7]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [-0,2-0,4]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,8-2,4]
Comisia Europeană	februarie 2016	1,7	1,9	-	0,5	1,5	-
OCDE	feb. 2016/nov. 2015	1,4	1,7	-	0,9	1,3	-
Barometrul zonei euro	februarie 2016	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Previiziunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	februarie 2016	1,6	1,7	-	0,5	1,5	-
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză ( <i>Survey of Professional Forecasters</i> )	ianuarie 2016	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
FMI	ian. 2016/oct. 2015	1,7	1,7	-	1,0	1,3	-

Sursa: Previiziunile economice europene ale Comisiei Europene, iarna anului 2016; *IMF World Economic Outlook*, actualizarea din ianuarie 2016 (PIB); *IMF World Economic Outlook*, octombrie 2015 (inflația IAPC); *OECD Economic Outlook*, actualizarea din februarie 2016 (PIB); *OECD Economic Outlook*, actualizarea din noiembrie 2015 (inflația IAPC); 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.