



PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR EUROSISTEMULUI – IUNIE 2015¹

1. PERSPECTIVELE ZONEI EURO: PREZENTARE GENERALĂ ȘI CARACTERISTICI PRINCIPALE

Proiecțiile din luna iunie confirmă perspectivele privind redresarea economică în zona euro. Potrivit estimării preliminare a Eurostat, PIB real în zona euro a crescut cu 0,4% în trimestrul I 2015, iar datele recente din sondaje sugerează continuarea redresării ciclice. Pe termen mai lung, se mențin factorii care se află la baza redresării economice susținute anticipate.

Factorii externi vor sprijini perspectivele privind activitatea economică. În pofida unei revigorări modeste, nivelul preconizat, comparativ încă scăzut, al prețurilor petrolului rămâne favorabil atât consumului privat, cât și investițiilor corporative. De asemenea, se estimează o relativă relansare a cererii externe adresate zonei euro pe parcursul orizontului de proiecție. Cererea externă este sprijinită îndeosebi de creșterea mai puternică a economiilor dezvoltate, perspectivele privind piețele emergente temperându-se ușor.

Se anticipează că măsurile de politică monetară adoptate recent de BCE vor susține cererea agregată. Ratele dobânzilor active au scăzut în continuare pe seama programului extins de achiziționare de active al BCE, prețurile acțiunilor s-au majorat semnificativ, iar cursul de schimb s-a depreciat considerabil. Prin urmare, se preconizează că cererea agregată și, în special, formarea de capital fix și exporturile vor beneficia de orientarea acomodativă a politicii monetare. Conform proiecțiilor, măsurile neconvenționale de politică monetară adoptate recent vor susține cererea agregată, inclusiv prin canalul de reechilibrare a portofoliilor și prin efectele asupra încrederii.

Cererea internă ar trebui să beneficieze și de alți factori. Măsurată ca variație a soldului primar ajustat ciclic, orientarea politicii fiscale este proiectată să fie, în linii mari, neutră în cadrul orizontului de proiecție, spre deosebire de orientarea restrictivă consemnată până în anul 2013. Condițiile de creditare s-au ameliorat în continuare, după cum indică rezultatele celui mai recent sondaj privind creditul bancar în zona euro, care relevă o relaxare netă a standardelor și condițiilor de creditare. Datoria societăților nefinanciare (măsurată ca procent în PIB) a continuat să se reducă ușor în 2014, în concordanță cu tendința observată începând cu anul 2012. Reducerea gradului de îndatorare a populației pare să fi înregistrat, de asemenea, unele progrese, în special în țările cu o povară a datoriei relativ ridicată. În plus, se anticipează că procesul de ajustare pe piețele imobiliare s-a încheiat în multe țări, evoluție semnalată de întreprinderea tendinței descendente a prețurilor locuințelor.

Cu toate acestea, se mențin constrângeri de natură structurală. Gradul de îndatorare a sectorului public a continuat să crească, deși într-un ritm mai lent, și se preconizează menținerea acestuia la niveluri ridicate în mai multe țări. Evoluțiile de pe piața forței de muncă – deși au cunoscut, în general, o ameliorare – vor fi în continuare marcate de ratele ridicate ale șomajului structural în unele țări. În plus, preocupările legate de potențialul de creștere pe termen lung și de progresele lente în implementarea

¹ 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 celor mai recente informații în cadrul acestui exercițiu a fost 20 mai 2015.

Exercițiul actual de proiecție macroeconomică se referă la perioada 2015-2017. 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.

reformelor structurale, gradul în continuare înalt de neutilizare a capacităților de producție și nivelurile încă ridicate ale datoriei sectorului corporativ în mai multe țări vor inhiba în continuare cheltuielile de investiții.

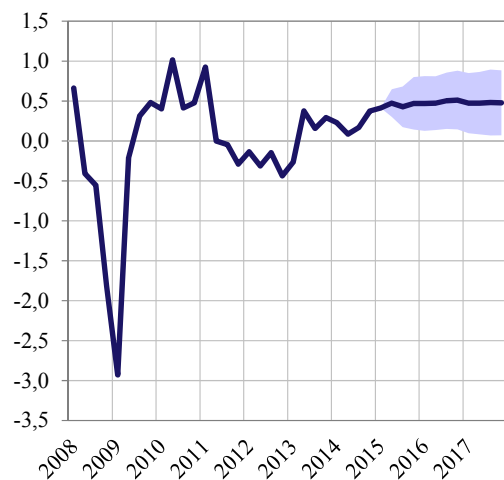
Pe ansamblu, ritmul anual de creștere a PIB real este proiectat să se majoreze substanțial de la 0,9% în anul 2014 la 1,5% în 2015, la 1,9% în 2016 și la 2,0% în 2017. În schimb, se estimează că dinamica PIB potențial se va situa la aproximativ 1% pe parcursul orizontului de proiecție, întrucât, conform proiecțiilor, contribuțiile din partea forței de muncă și a capitalului vor rămâne scăzute. Prin urmare, deviația negativă a PIB de la nivelul potențial este proiectată să se reducă semnificativ către finele orizontului de proiecție.

Graficul 1 Proiecții macroeconomice¹⁾

(date trimestriale)

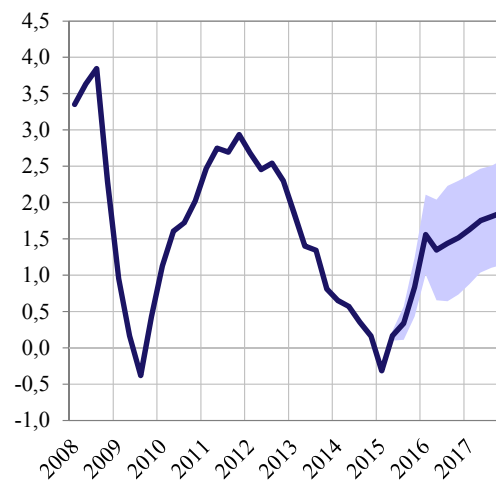
PIB real în zona euro²⁾

(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.

Inflația IAPC este evaluată a fi atins un nivel minim în luna ianuarie 2015, ultimele luni consemnând o tendință ascendentă. Principalul determinant al acestei creșteri a fost reducerea presiunilor în sensul scăderii exercitate de dinamica prețurilor produselor energetice pe seama revirimentului consemnat de prețurile în dolari SUA ale petrolului. În plus, dinamica mai alertă a prețurilor alimentelor a generat presiuni în sensul creșterii, reflectând majorări ale prețurilor materiilor prime alimentare. Impactul acestor evoluții în sensul creșterii ale prețurilor materiilor prime a fost consolidat de deprecierea euro. În schimb, inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente s-a menținut la niveluri modeste în ultimele luni și nu a prezentat încă indicii de redinamizare. Presiuni în creștere asupra prețurilor la nivelul inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente sunt vizibile, până în prezent, numai în etapele inițiale ale procesului de stabilire a prețurilor, în special în cazul prețurilor importurilor, și nu au influențat încă prețurile de producție interne.

În ansamblu, se anticipează că inflația IAPC va continua să se intensifice în cursul anului 2015 și se va situa, în medie, la 0,3% la nivelul întregului an. Se preconizează că efecte de bază în sensul creșterii, alături de majorarea anticipată a prețurilor petrolului reflectată de piețele *futures* (Casetă 2), vor conduce la o dinamică mai puțin negativă a prețurilor produselor energetice pe parcursul anului. Conform proiecțiilor, inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente se va consolida treptat în cursul

anului 2015. Se estimează că reducerea ofertei excedentare pe piața forței de muncă și a deficitului de cerere la nivelul economiei în ansamblu va fi reflectată de dinamizarea câștigurilor salariale și a marjelor de profit. De asemenea, deprecierea euro și efectele indirecte ale majorărilor estimate ale prețurilor materiilor prime energetice și non-energetice ar trebui să contribuie la revigorarea inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente.

Se preconizează că inflația totală va înregistra o nouă accelerare până la 1,5% în anul 2016 și 1,8% în 2017, ca urmare a reducerii în continuare a deficitului de cerere agregată și a presiunilor în sensul creșterii din surse externe asupra prețurilor. Aceste majorări anticipate reflectă, la rândul lor, efectele întârziate ale canalului cursului de schimb și panta crescătoare descrisă de curba cotațiilor *futures* ale petrolului. De asemenea, se estimează că inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente se va consolida în continuare, ajungând la 1,7% în anul 2017.

2. ECONOMIA REALĂ

O redresare ciclică generalizată a activității economice în zona euro este preconizată pe parcursul orizontului de proiecție. În trimestrul I 2015 s-a menținut ritmul înregistrat de activitatea economică la sfârșitul anului precedent. Sondajele indică o continuare a redresării ciclice la jumătatea anului 2015. Perspectivele favorabile reflectă îndeosebi impactul pozitiv anticipat a fi exercitat asupra activității economice de deprecierea euro înregistrată începând cu jumătatea anului 2014, de nivelul scăzut al ratelor dobânzilor, parțial ca urmare a programului de achiziționare de active, precum și de efectele pozitive asupra veniturilor, datorate prețurilor mai scăzute ale produselor energetice.

Potrivit proiecțiilor, cheltuielile aferente consumului privat vor rămâne vectorul principal al redresării economice. Perspectivele pe termen scurt ale dinamicii veniturilor disponibile reale rămân favorabile, deși se estimează o relativă atenuare a acesteia, ca rezultat al inversării parțiale a scăderii prețurilor produselor energetice. Ulterior, se așteaptă o dinamizare a veniturilor salariale, pe fondul unor ritmuri constante de creștere a ocupării forței de muncă și al accelerării remunerării nominale pe salariat, o majorare a altor venituri personale fiind, de asemenea, preconizată odată cu redresarea economiei în ansamblu. Costurile scăzute de finanțare și relaxarea condițiilor de finanțare ar trebui să susțină consumul privat și, într-o anumită măsură, creșterea averii nete a gospodăriilor populației – reflectând atât majorări ale prețurilor activelor financiare în anul 2015, cât și noi ameliorări așteptate pe piețele imobiliare în perioada 2016-2017. În ansamblu, ritmul anual de creștere a consumului privat este proiectat a se situa, în medie, la 1,7% pe parcursul orizontului de proiecție.

Se anticipează că rata economisirii se va reduce ușor în următoarele trimestre, după creșterea înregistrată inițial ca urmare a majorărilor veniturilor reale asociate prețurilor petrolului. Ulterior, influențele compensatorii între țări ar urma să determine un nivel, în linii mari, nemodificat al ratei economisirii pe parcursul orizontului de proiecție rămas. Pe de o parte, randamentele foarte scăzute tind să descurajeze economisirile prin intermediul unui efect de substituție intertemporal. De asemenea, în mai multe țări, ameliorarea în continuare a încrederii consumatorilor, coroborată cu scăderea graduală a șomajului, ar putea conduce la diminuarea economisirilor în scop preventiv. În plus, populația ar putea opta tot mai mult pentru achiziții majore amânate anterior, reducând astfel rata economisirii. Pe de altă parte, se anticipează că, în alte țări, gradul încă înalt de incertitudine asociat crizei datoriilor suverane, precum și nivelurile ridicate ale șomajului și datoriei vor menține o relativă presiune în sensul creșterii asupra economisirilor.

După opt ani de contracție, se estimează că scăderea investițiilor rezidențiale în zona euro va înceta în anul 2015. Cu toate acestea, perspectivele investițiilor în obiective rezidențiale se vor ameliora numai progresiv, întrucât sunt în continuare afectate de vulnerabilitățile încă existente în unele țări. Aceste investiții ar trebui totuși să consemneze în timp o accelerare, fiind sprijinite de creșterea susținută a veniturilor disponibile reale, de ratele dobânzilor foarte scăzute la creditele ipotecare și de relaxarea condițiilor de finanțare, ceea ce ar trebui să conducă la o dinamică mai alertă a împrumuturilor acordate populației. Este însă probabil ca nivelurile ridicate de îndatorare a populației din unele țări și factorii demografici nefavorabili din alte țări să împiedice o majorare mai puternică a investițiilor în obiective rezidențiale.

Investițiile corporative se vor intensifica treptat, ca urmare a programului de achiziționare de active și a redresării ciclice. Investițiile corporative își vor continua redresarea modestă pe parcursul anului 2015, fiind frânate anterior de incertitudinile sporite generate de criza datorii suverane din zona euro, de profitabilitatea redusă, de gradul înalt de neutilizare a capacităților de producție și de constrângerile privind oferta de credite în unele țări. Cu toate acestea, se anticipează că impactul nefavorabil al acestor factori se va diminua pe parcursul orizontului de proiecție. În plus, presiunile generate de reducerea gradului de îndatorare a sectorului corporativ în zona euro ar trebui să reprezinte, pe ansamblu, într-o mai mică măsură o constrângere pentru investițiile corporative pe parcursul orizontului de proiecție față de perioada anterioară. De asemenea, conform proiecțiilor, consolidarea cererii interne și a celei externe, necesitatea modernizării stocului de capital după mai mulți ani de investiții scăzute, orientarea acomodativă a politicii monetare și consolidarea marjelor de profit vor sprijini cheltuielile de capital. Cu toate acestea, comparativ cu ciclurile anterioare, redresarea investițiilor corporative va fi inhibată de incertitudinile reziduale, de blocaje financiare și de perspectivele mai scăzute de creștere ale PIB potențial.

Cererea externă adresată zonei euro a fost mai scăzută decât s-a anticipat recent, reflectând încetinirea consemnată pe piețele emergente. Aceasta este proiectată să se majoreze într-un ritm moderat, pe fondul redresării activității economice la nivel mondial (Casetă 1). Se anticipează că cererea externă se va consolida pe parcursul orizontului de proiecție, dar ritmul acesteia va scădea mult sub nivelurile înregistrate în perioada anterioară crizei, reflectând atât activitatea globală mai scăzută, cât și elasticitatea mai redusă a schimburilor comerciale mondiale la creșterea economică. Intensificarea cererii externe adresate zonei euro va masca unele discrepante între țările din zona euro, reflectând diferențele în ceea ce privește tiparele comerciale sectoriale și regionale și faptul că unele țări din zona euro sunt afectate mai vizibil decât altele, având în vedere expunerea față de Rusia și față de regiunea CSI, precum și față de țările exportatoare de petrol.

Casetă 1

CONTEXTUL INTERNAȚIONAL

Creșterea economică globală s-a temperat la începutul anului 2015, pe fondul menținerii economiei mondiale pe o tendință de redresare moderată, dar neuniformă, cu evoluții în continuare divergente între economiile de piață dezvoltate și cele emergente. Privind în perspectivă, se anticipează că dinamica PIB real mondial (exceptând zona euro) se va accelera în cadrul orizontului de proiecție, de la 3,4% în anul 2015 la ușor peste 4% în perioada 2016-2017. Dintre factorii care ar trebui să susțină creșterea economică la nivel mondial, se estimează că scăderea prețurilor petrolului pe parcursul anului 2014 va avantaja țările importatoare de petrol. În pofida înăspriirii posibile a politicii monetare în Statele Unite, condițiile financiare acomodative din economiile dezvoltate ar trebui să sprijine, de asemenea, cererea globală. Totodată, influențele nefavorabile care au frânat creșterea mai multor economii dezvoltate după declanșarea crizei financiare – procesul de reducere a gradului de îndatorare a sectorului privat, consolidarea fiscală și fragilitatea piețelor forței de muncă – se diminuează, creând premisele unei redresări mai susținute a acestor economii. În schimb, perspectivele piețelor emergente s-au deteriorat, menținându-se pierderea de ritm înregistrată în ultimii ani. În unele economii de piață emergente, dezechilibrele macroeconomice persistente restrâng tot mai mult potențialul de creștere. Alte economii emergente se adaptează la scăderea prețurilor materiilor prime și la posibila normalizare a politicilor monetare în economiile dezvoltate.

Dinamica schimburilor comerciale la nivel mondial a consemnat o încetinire semnificativă la începutul anului 2015, dar se anticipează o consolidare a acestora pe parcursul orizontului de proiecție. Schimburile comerciale internaționale (exceptând zona euro) sunt proiectate să se intensifice de la aproximativ 2% în anul 2015 la circa 5% în 2016 și 2017. Totuși, se preconizează că elasticitatea acestora la activitatea economică pe parcursul orizontului de proiecție se va menține sub nivelurile înregistrate în perioada anterioară crizei, reflectând o structură mai puțin bazată pe schimburi comerciale a dinamicii PIB mondial.

Comparativ cu proiecțiile experților publicate în luna martie, activitatea economică la nivel mondial a fost revizuită în sens descendent pentru anul 2015, reflectând perspectivele mai

nefavorabile pe termen scurt. Cererea externă adresată zonei euro a fost, de asemenea, revizuită în sens descendent, în special pentru anul 2015, reflectând importurile proiectate mai scăzute ale unor economii emergente importante, îndeosebi Rusia.

Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

	Iunie 2015				Martie 2015			Revizuirii față de luna martie 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real mondial (exceptând zona euro)	3,7	3,4	4,1	4,1	3,8	4,2	4,1	-0,4	-0,1	0,0
Schimburile comerciale mondiale (exceptând zona euro) ¹⁾	2,7	2,0	4,8	5,2	3,9	5,1	5,4	-1,8	-0,3	-0,2
Cererea externă adresată zonei euro ²⁾	2,9	2,2	4,6	5,0	3,2	4,7	5,1	-1,0	-0,2	-0,1

Notă: Revizuirile sunt calculate pe baza cifrelor nerotunjite.

1) Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

Creșterea graduală a cererii externe și deprecierea euro ar trebui să sprijine dinamica exporturilor în cadrul orizontului de proiecție și majorarea cotelor de piață deținute de acestea. Se anticipează că dinamica importurilor din afara zonei euro se va accelera treptat pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând consolidarea cererii totale în zona euro. Excedentul de cont curent este proiectat să se reducă ușor, ajungând la 2,0% din PIB în anul 2017.

Se anticipează ameliorarea în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă din zona euro în cadrul orizontului de proiecție. Gradul de ocupare a forței de muncă și-a continuat redresarea pe parcursul anului 2014, cunoscând o intensificare în trimestrul I 2015. Redresarea actuală rămâne mai puternică decât cea sugerată de elasticitățile istorice ale ocupării la activitatea economică, ceea ce reflectă probabil efectele favorabile ale moderării dinamicii câștigurilor salariale și ale reformelor recente pe piața forței de muncă. Conform proiecțiilor, populația ocupată va înregistra în continuare o redresare semnificativă pe parcursul orizontului de proiecție, datorată în principal revigorării activității economice și, în unele țări, susținută de stimulentele fiscale și de reformele anterioare pe piața forței de muncă. De asemenea, numărul de ore lucrate pe persoană ocupată va crește ușor, dar se va menține încă mult sub nivelurile înregistrate în perioada anterioară crizei. Se anticipează că forța de muncă va înregistra numai o creștere moderată, fiind inhibată de efectele de descurajare generate, în unele țări, de nivelul încă ridicat al șomajului și, în altele, de factorii demografici nefavorabili.

Caseta 2

IPOTEZE TEHNICE PRIVIND RATELE DOBÂNZILOR, CURSURILE DE SCHIMB ȘI PREȚURILE MATERIILOR PRIME

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna martie, modificările ipotezelor tehnice includ prețuri în dolari SUA ale petrolului semnificativ mai ridicate, deprecierea euro și rate ale dobânzilor pe termen lung ușor mai înalte în zona euro.

Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței, data-limită fiind 12 mai 2015. 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 0,0% în anii 2015 și 2016 și la 0,2% în anul 2017. Anticipațiile pieței cu privire la randamentele nominale ale obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani din zona euro indică un nivel mediu de 1,3% în anul 2015, de 1,7% în 2016 și de 1,9% în 2017.¹ 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 vor consemna o ușoară scădere în anul 2015 și, ulterior, o creștere modestă pe parcursul anilor 2016 și 2017. Referitor la prețurile materiilor prime, în funcție de traiectoria indusă de piețele *futures* în perioada de două săptămâni încheiată la data de referință de 12 mai, se anticipează că prețul țițeiului Brent va scădea de la 98,9 USD/baril în anul 2014 la 63,8 USD/baril în anul 2015, urmând să crească la 71,0 USD/baril în 2016 și la 73,1 USD/baril în 2017. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor reduce semnificativ în anul 2015 și se vor majora în anii 2016 și 2017.² 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 încheiată la data-limită de 12 mai. Această ipoteză presupune un curs de schimb de 1,12 USD/EUR în cadrul orizontului de proiecție.

Ipoteze tehnice

	Iunie 2015				Martie 2015			Revizuirii față de luna martie 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	2,0	1,3	1,7	1,9	1,2	1,4	1,6	0,1	0,3	0,3
Prețul petrolului (în USD/baril)	98,9	63,8	71,0	73,1	58,5	66,8	70,7	9,0	6,3	3,4
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	-6,2	-13,6	2,9	4,9	-11,0	2,6	4,8	-2,6	0,3	0,0
Cursul de schimb USD/EUR	1,33	1,12	1,12	1,12	1,14	1,13	1,13	-1,8	-1,5	-1,5
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE19) (variații procentuale anuale)	0,6	-9,5	-0,2	0,0	-7,9	-0,2	0,0	-1,6	0,0	0,0

1) Revizuirile sunt calculate pe baza cifrelor nerotunjite și sunt exprimate ca procente pentru niveluri, diferențe pentru ritmurile de creștere și puncte procentuale pentru ratele dobânzilor și randamentele obligațiunilor de stat.

- 1) 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 menținându-se constantă pe parcursul orizontului de proiecție. Se presupune că *spread*-urile dintre randamentele obligațiunilor de stat specifice fiecărei țări și media corespunzătoare a zonei euro vor rămâne constante în cadrul orizontului de proiecție.
- 2) 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 2016, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială. Prețurile producției agricole din UE (exprimate în euro), care sunt utilizate pentru previziunile privind prețurile de consum ale alimentelor, sunt proiectate pe baza unui model econometric care ține cont de evoluțiile prețurilor materiilor prime alimentare pe piețele internaționale.

Se anticipează o scădere a ratei șomajului, care se va menține însă la un nivel ridicat din perspectivă istorică. Numărul șomerilor este anticipat să scadă cu aproximativ 2,8 milioane pe parcursul orizontului de proiecție, urmând să atingă cel mai redus nivel de la jumătatea anului 2009, dar, în același timp, să se mențină cu aproximativ 4,5 milioane peste nivelul minim înregistrat în perioada anterioară crizei. Această scădere reflectă impactul în sens descrescător al creșterii populației ocupate, care este compensat parțial de impactul în sens ascendent al unei forțe de muncă în creștere, deși într-o măsură mult mai mică decât în trecut. Prin urmare, în cadrul orizontului de proiecție, se anticipează o scădere semnificativă a ratei șomajului, care va ajunge la 10,0% în anul 2017.

Perspectivile creșterii economice se mențin, în linii mari, neschimbate comparativ cu exercițiul de proiecție anterior. Dinamica PIB real este revizuită în sens ușor descendent numai în anul 2017 ca urmare a unui ritm mai lent de creștere a investițiilor private.

3. PREȚURI ȘI COSTURI

Conform proiecțiilor, rata inflației IAPC se va situa, în medie, la 0,3% în anul 2015, urmând a se intensifica la 1,5% în 2016 și la 1,8% în 2017. Se preconizează o creștere a acesteia în cursul anului 2015, sub influența componentei „produse energetice” – ca urmare a efectelor de bază în sensul creșterii și a ipotezei privind majorarea prețurilor petrolului, reflectată de piețele *futures* –, precum și a deprecierei euro începând cu jumătatea anului 2014, a scumpirii anticipate a materiilor prime non-energetice și a intensificării presiunilor din surse interne asupra prețurilor, în contextul redresării economice. În anii 2016 și 2017, inflația totală ar trebui să crească în continuare, pe măsură ce se consolidează presiunile din surse interne asupra prețurilor, odată cu reducerea constantă a deviației PIB de la nivelul potențial, și se manifestă în continuare presiuni din surse externe asupra prețurilor, îndeosebi prin intermediul efectelor întârziate ale deprecierei euro.

Evoluțiile prețurilor materiilor prime și ale cursului de schimb reprezintă factori importanți pentru reluarea creșterii inflației. Reducerile înregistrate de prețurile materiilor prime energetice și non-energetice în ultimii doi ani, precum și aprecierea euro din perioada încheiată în prima parte a anului 2014 au exercitat presiuni semnificative în sensul scăderii asupra inflației IAPC și explică, în mare măsură, declinul accentuat al inflației la niveluri foarte scăzute în ultima perioadă. Se anticipează că o inversare a tendințelor în sensul scăderii ale prețurilor externe va sprijini reluarea creșterii inflației până în anul 2017. Presiuni în sensul creșterii asupra prețurilor ar trebui să survină ca urmare a scumpirii materiilor prime energetice și non-energetice, preconizate pe baza curbei cotațiilor *futures* pe parcursul orizontului de proiecție. Deprecierea euro începând cu jumătatea anului 2014 va contribui, de asemenea, la tendința de creștere a inflației și, având în vedere efectele întârziate semnificative ale evoluției cursului de schimb asupra inflației, se așteaptă ca recente presiuni din surse externe în sensul creșterii asupra prețurilor să contribuie la redinamizarea inflației până la sfârșitul orizontului de proiecție. Se estimează însă că impactul în sens ascendent al deprecierei euro va fi mai redus decât cel observat anterior, în lumina rezultatelor unor studii care indică o diminuare în timp a propagării la nivelul inflației din zona euro a fluctuațiilor cursului de schimb.

Se anticipează că ameliorarea condițiilor pe piața forței de muncă se va traduce într-o consolidare a majorărilor salariale. Potrivit proiecțiilor, continuarea tendinței de creștere înregistrate în prezent de gradul de ocupare a forței de muncă și scăderea ratei șomajului vor sprijini intensificarea treptată a dinamicii remunerării pe salariat, de la 1,5% în anul 2014 la 2,3% în 2017.

Dinamizarea câștigurilor salariale este atenuată de o serie de factori. Printre aceștia se numără nivelul în continuare ridicat al ofertei excedentare pe piața forței de muncă și procesele actuale de ajustare a competitivității prin costuri din unele țări ale zonei euro. Totodată, este probabil ca reformele structurale de pe piața forței de muncă, menite să sprijine ocuparea forței de muncă și implementate în perioada crizei în unele țări din zona euro, să frâneze dinamizarea câștigurilor salariale pe durata procesului actual de redresare. Prin urmare, se estimează că amplexarea majorărilor salariale va fi moderată, însă, în același timp, impactul în sens descendent asupra salariilor exercitat de efectele de runda a doua generate de scăderea anterioară a cotațiilor petrolului urmează să fie, de asemenea, limitat. Această evoluție anticipată reflectă faptul că sistemele de indexare automată a salariilor se aplică, în principal, în cazul unor ajustări în sens ascendent ale prețurilor și că, în plus, aceste mecanisme au fost temporar suspendate sau limitate în unele dintre țările în care funcționează.

Conform proiecțiilor, ritmul de creștere a costului unitar cu forța de muncă va consemna doar o intensificare ușoară pe durata redresării economice. Se anticipează că presiunile asupra costurilor exercitate de dinamizarea câștigurilor salariale vor fi compensate parțial de accelerarea ciclică a productivității până în anul 2017. Se estimează o creștere a dinamicii costului unitar cu forța de muncă la 1,3% în 2017.

Tabelul 1 Proiecții macroeconomice pentru zona euro¹⁾

(variații procentuale anuale)

	Iunie 2015				Martie 2015			Revizuirii față de luna martie 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,0	1,5	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
		[1,2 - 1,8] ⁴⁾	[0,8 - 3,0] ⁵⁾	[0,7 - 3,3] ⁴⁾	[1,1 - 1,9] ⁴⁾	[0,8 - 3,0] ⁴⁾	[0,9 - 3,3] ⁴⁾			
Consumul privat	1,0	1,9	1,6	1,6	1,8	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Consumul administrațiilor publice	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	0,6	0,8	-0,3	0,2	0,0
Formarea brută de capital fix	1,2	1,9	3,5	3,9	1,7	4,1	4,6	0,1	-0,6	-0,7
Exporturi ⁶⁾	3,8	4,2	5,4	5,6	4,1	5,1	5,5	0,1	0,2	0,1
Importuri ⁶⁾	4,1	4,8	5,8	5,9	4,3	5,5	5,8	0,5	0,3	0,1
Ocuparea forței de muncă	0,6	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Rata șomajului (% din forța de muncă)	11,6	11,1	10,6	10,0	11,1	10,5	9,9	0,0	0,1	0,0
IAPC	0,4	0,3	1,5	1,8	0,0	1,5	1,8	0,3	0,0	-0,1
		[0,2 - 0,4] ⁴⁾	[0,9 - 2,1] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾	[-0,3 - 0,3] ⁴⁾	[0,8 - 2,2] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾			
IAPC exclusiv produse energetice	0,7	0,9	1,4	1,7	0,8	1,4	1,8	0,0	-0,1	0,0
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	0,8	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,0	0,0
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte ⁷⁾	0,7	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,1	0,0
Costul unitar cu forța de muncă	1,2	0,8	0,7	1,3	1,1	1,0	1,2	-0,3	-0,3	0,1
Remunerarea pe salariat	1,5	1,4	1,7	2,3	1,7	2,0	2,3	-0,3	-0,3	0,0
Productivitatea muncii	0,3	0,6	1,0	1,0	0,6	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1
Soldul bugetar al administrațiilor publice (% din PIB)	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-2,3	-1,9	-1,5	0,2	0,1	0,1
Soldul bugetar structural (% din PIB) ⁸⁾	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4	-1,8	-1,7	-1,7	0,1	0,1	0,3
Datoria publică brută (% din PIB)	92,0	91,5	90,2	88,4	91,4	89,8	87,9	0,1	0,4	0,6
Soldul contului curent (% din PIB)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,7	2,5	2,4	-0,6	-0,4	-0,4

1) Datele, cu excepția celor referitoare la IAPC în anul 2014, se referă la zona euro, inclusiv Lituania. Variațiile procentuale anuale medii pentru IAPC în anul 2015 se bazează pe configurația zonei euro din anul 2014 care include deja Lituania.

2) Revizuirile sunt calculate pe baza cifrelor nerotunjite.

3) Date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

4) 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 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.

5) Intervalele din proiecțiile experților Eurosistemului privind dinamica PIB real în anii 2015, 2016 și 2017 au fost corectate de la prima publicare a acestui document la data de 3 iunie 2015.

6) Inclusiv schimburile comerciale din interiorul zonei euro.

7) 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.

8) 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 casele titlulate „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).

Se preconizează că marjele de profit vor crește pe fondul continuării redresării. După nivelurile scăzute din ultimii ani, se așteaptă ca marjele de profit să cunoască din nou o revigorare pe parcursul

orizontului de proiecție, pe fondul intensificării dinamicii productivității și al consolidării activității economice, sprijinind poziția companiilor în procesul de stabilire a prețurilor. Se estimează însă că reformele implementate pe piața bunurilor și serviciilor în perioada crizei vor continua să atenueze creșterea marjelor de profit în etapa de expansiune. O concurență tot mai accentuată pe piața mondială și pe cea internă a produselor și serviciilor ar putea, de asemenea, întârzia sau atenua redresarea ciclică a marjelor de profit, în raport cu periodicitățile istorice.

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna martie, proiecția pentru inflația IAPC a fost revizuită în sens crescător pentru anul 2015 și este, în linii mari, nemodificată pentru 2016 și 2017. Revizuirea în sens crescător pentru anul 2015 reflectă efectele în sensul creșterii generate de dinamizarea recentă a cotațiilor în euro ale petrolului în comparație cu exercițiul de proiecție anterior.

4. PERSPECTIVELE FISCALE

Orientarea politicii fiscale, măsurată ca variație a soldului primar ajustat ciclic, este proiectată să fie, în linii mari, neutră în cadrul orizontului de proiecție. Aceasta reflectă o creștere moderată a cheltuielilor publice în raport cu dinamica PIB potențial nominal, care se estimează a fi, în linii mari, compensată de reducerea impozitelor în unele țări. Impactul pozitiv al stabilizatorilor fiscali automați asupra cererii interne se va diminua în timp, pe fondul redresării economiei.²

Pe parcursul orizontului de proiecție, se prognozează scăderea ponderii deficitului bugetar și datoriei publice în PIB. Scăderea ponderii deficitului bugetului general consolidat în PIB se datorează integral ameliorării ciclice a economiei zonei euro și scăderii cheltuielilor cu dobânzile. În schimb, se preconizează că soldul bugetar primar structural va rămâne practic nemodificat pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând orientarea, în linii mari, neutră a politicii fiscale. Se prognozează că ponderea datoriei publice în PIB a atins un nivel maxim în anul 2014, urmând să scadă pe parcursul orizontului de proiecție pe seama ameliorării soldurilor bugetare, a consolidării creșterii economice și a ratelor scăzute ale dobânzilor.

Comparativ cu proiecțiile publicate în martie, traiectoria soldului bugetar al administrațiilor publice este ușor mai favorabilă, în timp ce perspectivele datoriei publice au consemnat o relativă deteriorare. Ameliorarea marginală a soldului bugetar al administrațiilor publice se datorează, în principal, scăderii în continuare a costurilor datoriei suverane. Perspectivele privind ponderea datoriei publice în PIB au fost revizuite în sens ascendent, îndeosebi pe seama efectului de numitor generat de nivelul mai scăzut al PIB nominal.

Caseta 3

ANALIZE ALE SENZITIVITĂȚII

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, sensibilitatea acestora din urmă la traiectoriile alternative ale acestor ipoteze de bază poate contribui la analiza riscurilor asociate proiecțiilor. Această casetă analizează incertitudinile referitoare la prețurile petrolului și la cursurile de schimb, precum și sensibilitatea proiecțiilor la aceste variabile.

² Ipotezele privind politica fiscală reflectă informațiile incluse în legile bugetului pentru anul 2015, precum și în proiectele naționale de buget pe termen mediu și programele de stabilitate actualizate care erau disponibile la data de 20 mai 2015. Acestea includ toate măsurile deja aprobate de parlamentele naționale sau care au fost definite suficient de detaliat de către autoritățile guvernamentale și au o probabilitate ridicată de a fi adoptate în cadrul procesului legislativ.

1) O traiectorie alternativă a prețurilor petrolului

Potrivit modelelor alternative de evoluție a prețurilor petrolului, acestea vor fi relativ mai ridicate în anul 2017. Ipotezele tehnice preconizează o majorare a prețurilor petrolului în cadrul orizontului de proiecție (Caseta 2). Această traiectorie este în concordanță cu redresarea cererii mondiale de petrol, pe fondul dinamizării economiei mondiale, și cu reducerea ușoară a ofertei de petrol ca urmare a investițiilor insuficiente și a pierderii de capacități de producție în unele țări producătoare de petrol. Experții Eurosistemului utilizează o serie de modele alternative pentru a proiecta prețurile petrolului pe parcursul orizontului de proiecție. Aceste modele includ: (i) un model ajustat la risc al cotațiilor *futures* – un model statistic ce corectează eroarea de prognoză a cotațiilor *futures* prin ajustarea unei prime de risc variabile în timp asociate activității economice din SUA; (ii) un model bayesian cu vector de autoregresie (BVAR - *Bayesian VAR*) – un model empiric bazat pe date legate de fundamentele petrolului (producția de petrol și stocurile de petrol) și de activitatea globală; și (iii) un model de echilibru general dinamic stohastic (DSGE - *dynamic stochastic general equilibrium*) – un model teoretic ce surprinde dinamica pe termen lung de pe piața petrolului.¹ O medie egal ponderată a proiecțiilor prețului petrolului rezultate din aceste trei modele și a prețurilor petrolului pe piețele *futures*, deja incluse în proiecțiile de bază, indică în prezent prețuri ușor mai scăzute ale petrolului în anii 2015 și 2016 față de proiecția de bază. Cu toate acestea, pentru anul 2017, această combinație de modele sugerează o majorare relativ mai accentuată a prețurilor petrolului, în concordanță cu pierderile de capacități de producție de petrol în unele țări. Impactul acestei traiectorii alternative asupra creșterii PIB real și asupra inflației în anii 2015 și 2016 este foarte limitat, indicând o creștere marginal mai scăzută în 2017 și o inflație IAPC ușor mai ridicată (+0,1 puncte procentuale).

2) O traiectorie alternativă a cursului de schimb

Anticipațiile privind orientări divergente ale politicilor monetare în zona euro și în Statele Unite ar putea conduce la deprecierea în continuare a euro. Un astfel de scenariu ar implica o perioadă prelungită cu rate scăzute ale dobânzilor în zona euro și o normalizare mai rapidă în sens ascendent a politicii monetare în Statele Unite. O traiectorie alternativă pentru euro, care presupune o depreciere suplimentară, a fost derivată din cea de-a 25-a percentilă a distribuției care are la bază densitățile implicate calculate în mediu neutru la risc folosind opțiuni cu suport USD/EUR, curs valabil în data de 12 mai 2015. Această traiectorie implică o depreciere treptată a euro față de dolarul SUA la un curs de schimb de 1,03 în anul 2017, situat cu 8,2% sub nivelul proiecției de bază pentru anul respectiv. Ipotezele corespunzătoare privind cursul de schimb nominal efectiv al euro derivă din periodicități istorice, potrivit cărora modificările la nivelul cursului de schimb USD/EUR reflectă variații ale cursului de schimb efectiv cu o elasticitate de aproximativ 52%, determinând o divergență graduală în sens descendent a cursului de schimb efectiv al euro față de proiecția de bază, până la un nivel inferior acesteia cu 4,3% în anul 2017. În acest scenariu, rezultatele unei serii de modele macroeconomice elaborate de experții Eurosistemului 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 2015, 2016 și 2017.

1. Pentru mai multe detalii, a se consulta Manescu, C. și Van Robays, I., „Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance”, *Working Paper Series*, nr. 1735, BCE, 2014.

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, sunt utilizate metode diverse (în parte neprecizate) pentru stabilirea ipotezelor privind variabilele fiscale, financiare și externe, inclusiv cotațiile petrolului și ale altor materii prime. De asemenea, 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 disponibile în prezent ale altor

instituții sunt apropiate de prognozele punctuale din proiecțiile experților Eurosistemului din luna iunie și se încadrează 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		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Proiecțiile experților Eurosistemului	Iunie 2015	1,5	1,9	2,0	0,3	1,5	1,8
		[1,2-1,8] ¹⁾	[0,8-3,0] ¹⁾	[0,7-3,3] ¹⁾	[0,2-0,4]	[0,9-2,1]	[1,0-2,6]
Comisia Europeană	Mai 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Barometrul zonei euro	Mai 2015	1,5	1,9	1,6	0,1	1,2	1,6
Previțiunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	Mai 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,2	1,5
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	Mai 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,2	1,6
FMI	Aprilie 2015	1,5	1,6	-	0,1	1,0	-

Sursa: Previțiunile economice europene ale Comisiei Europene, primăvara anului 2015; *IMF World Economic Outlook*, aprilie 2014; *Consensus Economics Forecasts*; *MJEconomics* și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*).

Notă: Proiecțiile macroeconomice ale experților BCE și ale experților Eurosistemului 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.

1) Intervalele din proiecțiile experților Eurosistemului privind dinamica PIB real în anii 2015, 2016 și 2017 au fost corectate de la prima publicare a acestui document la data de 3 iunie 2015.

© Banca Centrală Europeană, 2015

Adresa: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt pe Main, Germania

Adresa poștală: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefon: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

Website: <http://www.ecb.europa.eu>

Toate drepturile rezervate.

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