



Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului, iunie 2018¹

Potrivit proiecțiilor, după un început de an sub așteptări, expansiunea activității economice în zona euro va rămâne totuși robustă, ritmurile de creștere menținându-se peste potențial. Similar exercițiilor de proiecție anterioare, se anticipează că dinamica PIB real se va reduce progresiv pe parcursul orizontului de proiecție, de la 2,1% în anul 2018 la 1,7% în 2020², pe măsura dispărării lente a efectelor unor factori favorabili. Se așteaptă ca inflația IAPC să se situeze la 1,7% în fiecare an al perioadei analizate, în pofida unei relative volatilități a profilului său trimestrial. Traectoria stabilă a ratei medii anuale a inflației maschează o scădere a ritmului anual de creștere a prețurilor produselor energetice, care este compensată de intensificarea graduală a inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente, pe fondul unor constrângeri tot mai acute generate de capacitățile de producție.

1

Economia reală

Încetinirea ritmului de creștere a PIB real în trimestrul I 2018 a reflectat parțial factori temporari, dar și faptul că s-a produs mai devreme decât s-a anticipat.

După patru trimestre consecutive de creștere puternică (0,7%) în anul 2017, dinamica PIB real s-a redus la 0,4% în trimestrul I 2018. Această încetinire se explică parțial printr-o serie de factori temporari, inclusiv condițiile meteo nefavorabile, grevele din unele țări ale zonei euro și nivelul neobișnuit de ridicat de zile de concediu medical în contextul epidemiei de gripă sezonieră din Germania. În plus, este posibil ca impactul nefavorabil al aprecierii anterioare a euro să fi fost mai puternic decât cel prognozat, iar constrângerile legate de oferta de forță de muncă să se fi acutizat mai devreme decât s-a preconizat. Este, de asemenea, posibil ca

¹ Aceste proiecții macroeconomice ale experților Eurosistemului reprezintă o contribuție la evaluarea Consiliului guvernatorilor privind evoluțiile economice și riscurile la adresa stabilității prețurilor. Proiecțiile elaborate de experți ai BCE sau ai Eurosistemului nu sunt aprobate de Consiliul guvernatorilor și nici nu reflectă în mod necesar opiniile Consiliului guvernatorilor privind perspectivele zonei euro. Informații referitoare la procedurile și metodele utilizate sunt prezentate în documentul intitulat *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, BCE, iulie 2016, disponibil pe website-ul BCE. Data-limită pentru includerea ipotezelor tehnice, precum cele privind prețurile petrolului și cursurile de schimb, a fost 22 mai 2018 (Caseta 1). Data-limită pentru includerea altor informații în cadrul acestui exercițiu a fost 31 mai 2018. Exercițiul actual de proiecție macroeconomică se referă la perioada 2018-2020. Proiecțiile care acoperă un orizont atât de îndelungat sunt marcate de incertitudini foarte pronunțate, aspect care ar trebui avut în vedere la interpretarea proiecțiilor macroeconomice. A se vedea articolul intitulat „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” din Buletinul lunar al BCE – mai 2013. La adresa <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> pot fi consultate, într-o versiune accesibilă, datele care stau la baza tabelelor și graficelor.

² Cifrele se referă la date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

încetinirea să reflecte un recul în raport cu ritmul foarte puternic de creștere economică înregistrat pe parcursul anului 2017.

Cu toate acestea, privind în perspectivă, creșterea PIB real este proiectată să se mențină robustă în următoarele trimestre, în concordanță cu nivelurile încă ridicate ale încrederii sectorului corporativ și a consumatorilor. După un declin pronunțat în trimestrul I 2018, încrederea sectorului corporativ și a consumatorilor s-a stabilizat în lunile aprilie și mai, menținându-se la niveluri ridicate în raport cu standardele istorice. Deși unii indicatori publicați după data-limită au fost ușor inferiori celor anticipați, aceștia rămân, în linii mari, în concordanță cu traiectoria de creștere anticipată.

Tabelul 1
Proiecții macroeconomice pentru zona euro¹⁾

(variații procentuale anuale)

	Iunie 2018				Martie 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB real	2,5	2,1	1,9	1,7	2,5	2,4	1,9	1,7
		[1,8 - 2,4] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾		[2,1 - 2,7] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾
Consumul privat	1,7	1,6	1,7	1,5	1,9	1,7	1,7	1,5
Consumul administrațiilor publice	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Formarea brută de capital fix	3,3	4,2	3,3	2,8	3,7	4,4	3,4	2,8
Exporturi ³⁾	5,4	4,2	4,4	3,8	5,2	5,3	4,1	3,8
Importuri ³⁾	4,6	4,1	4,7	4,0	4,6	5,1	4,5	4,0
Ocuparea forței de muncă	1,6	1,4	1,1	0,8	1,7	1,4	1,1	0,8
Rata șomajului (% din forța de muncă)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,3	7,7	7,2
IAPC	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,4	1,4	1,7
		[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,0 - 2,4] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾		[1,1 - 1,7] ²⁾	[0,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾
IAPC exclusiv produse energetice	1,2	1,3	1,7	1,9	1,2	1,2	1,6	1,9
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	1,0	1,1	1,6	1,9	1,0	1,1	1,5	1,8
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,9	1,0	1,1	1,5	1,8
Costul unitar cu forța de muncă	0,7	1,5	1,2	1,8	0,8	1,1	1,2	1,8
Remunerarea pe salariat	1,6	2,3	2,1	2,7	1,6	2,2	2,0	2,7
Productivitatea muncii	0,9	0,7	0,9	0,9	0,8	1,0	0,8	0,9
Soldul bugetului general consolidat (% din PIB)	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3
Soldul bugetar structural (% din PIB) ⁵⁾	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
Datoria publică brută (% din PIB)	86,7	84,8	82,7	80,4	86,7	84,4	82,1	79,7
Soldul contului curent (% din PIB)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,7	4,2	4,3	4,5

1) PIB real și componentele sale se referă la date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare. Datele publicate de Eurostat la data de 7 iunie 2018 cu privire la PIB și componentele sale principale (date publicate după data-limită) indică o dinamică a PIB real ajustată cu numărul zilelor lucrătoare de 2,6% în anul 2017.

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

3) Inclusiv schimburile comerciale din interiorul zonei euro.

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

5) Calculat ca soldul bugetar excluzând efectele tranzitorii ale ciclului economic și măsurile temporare adoptate de autoritățile guvernamentale (pentru abordarea SEBC, a se vedea *Working Paper Series*, nr. 77, BCE, septembrie 2001 și *Working Paper Series*, nr. 579, BCE, ianuarie 2007). Proiecția soldului structural nu este derivată dintr-o măsură agregată a deviației PIB de la nivelul potențial. Potrivit metodologiei SEBC, componentele ciclice se calculează separat pentru diferitele elemente de venituri și cheltuieli. Pentru mai multe detalii, a se vedea casetele intitulate „Cyclical adjustment of the government budget balance” (Buletinul lunar al BCE – martie 2012) și „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” (Buletinul lunar al BCE – septembrie 2014).

Pe termen mediu, fundamentele economice se mențin în favoarea continuării expansiunii. Se anticipează că o serie de factori favorabili vor continua să sprijine cererea internă. Orientarea foarte acomodativă a politicii monetare a BCE continuă să se transmită la nivelul economiei. Dinamica creditării sectorului privat se intensifică în continuare, fiind impulsionată de ratele scăzute ale dobânzilor și de condițiile favorabile de creditare bancară. Restrângerea necesității de reducere a gradului de îndatorare va contribui, de asemenea, la dinamismul cheltuielilor private. În plus, consumul privat și investițiile în obiective rezidențiale ar trebui să beneficieze

de condițiile solide de pe piața forței de muncă și de creșterea avuției nete. Totodată, investițiile corporative își vor continua expansiunea, reflectând și creșterea profiturilor în contextul intensificării presiunilor din partea cererii și al unui grad ridicat de utilizare a capacităților de producție. Se anticipează că exporturile zonei euro se vor menține robuste, beneficiind de expansiunea actuală a activității economice globale și de creșterea corespunzătoare a cererii externe adresate zonei euro.

Cu toate acestea, se anticipează o încetinire graduală a creșterii PIB real pe parcursul orizontului de proiecție, pe măsura disipării treptate a efectelor unor factori favorabili. Se preconizează că impactul măsurilor de politică monetară adoptate anterior se va reduce progresiv în cadrul orizontului de proiecție. Conform proiecțiilor, încetinirea ritmului de creștere a cererii externe adresate zonei euro va tempera dinamica exporturilor. Se anticipează, de asemenea, o decelerare a gradului de ocupare a forței de muncă, asociată parțial deficitelor tot mai constrângătoare la nivelul ofertei de forță de muncă în unele țări din zona euro. În plus, dinamica consumului privat este așteptată să se modereze, reflectând o normalizare a ratei de economisire comparativ cu nivelurile scăzute înregistrate în contextul expansiunii ciclice din unele țări ale zonei euro.

Dinamica veniturilor disponibile reale se va consolida în anii 2018 și 2019 în contextul unor majorări salariale și reduceri ale impozitelor directe, urmând să se tempereze în 2020. Potrivit proiecțiilor, contribuția din partea câștigurilor salariale brute la dinamica veniturilor disponibile va înregistra o creștere pronunțată în anul 2018, generată de o majorare mai substanțială a salariilor, consemnând o relativă pierdere de ritm în restul perioadei, în condițiile în care majorarea în continuare a salariilor nominale nu poate compensa în totalitate impactul încetinirii ritmului de creștere a ocupării forței de muncă. Creșterea altor venituri personale este proiectată să se intensifice marginal, în concordanță cu majorarea profiturilor. Conform proiecțiilor, contribuția transferurilor fiscale nete va deveni mai puțin negativă în 2018 și 2019, în contextul unor reduceri ale contribuțiilor la asigurările sociale și ale impozitelor directe, urmând să se restrângă din nou în 2020. În ansamblu, se anticipează o structură a dinamicii veniturilor disponibile reale mai puțin favorabilă pentru cheltuielile populației, întrucât consumul reacționează, de regulă, ceva mai puternic la veniturile suplimentare asociate creșterii gradului de ocupare a forței de muncă decât la variațiile salariilor reale.

Conform proiecțiilor, consumul privat va rămâne un determinant principal al creșterii economice în cadrul orizontului de proiecție. Nivelurile favorabile ale încrederii consumatorilor, continuarea anticipată a ameliorării condițiilor pe piața forței de muncă și creșterea salariilor reale pe salariat sugerează o dinamică robustă a consumului în următoarele trimestre. Cu toate acestea, se proiectează că ritmul de creștere a consumului privat va deveni relativ inferior dinamicii veniturilor disponibile reale pe parcursul orizontului de proiecție, dată fiind probabila reorientare, într-o măsură tot mai mare, a veniturilor gospodăriilor populației către economisire.

Expansiunea consumului privat ar trebui să fie sprijinită de condițiile favorabile de creditare bancară, consolidate de măsurile de politică monetară ale BCE, precum și de progresele înregistrate în ceea ce privește reducerea gradului de îndatorare. Deși au influențat atât încasările din dobânzi, cât și plățile

de dobânzi ale gospodăriilor populației, ratele scăzute ale dobânzilor tind să favorizeze debitorii neți în raport cu creditorii neți. Întrucât cei dintâi au, de regulă, o înclinație marginală mai pronunțată spre consum, aceasta ar trebui să sprijine consumul privat agregat. În plus, creșterea averii nete a gospodăriilor populației, precum și progresele înregistrate în ceea ce privește reducerea gradului de îndatorare ar trebui, de asemenea, să susțină consumul.

Se anticipează că rata de economisire a gospodăriilor populației va înregistra o creștere treptată, de la niveluri minime istorice, pe parcursul orizontului de proiecție. Rata de economisire s-a diminuat în ultima perioadă, reflectând cu precădere ameliorarea situației economice și financiare a gospodăriilor populației, o ușoară corecție a restrângerii cererii în contextul achizițiilor de bunuri de valoare amânate anterior, precum și impactul ratelor foarte scăzute ale dobânzilor asupra înclinației gospodăriilor populației spre economisire. Conform proiecțiilor, rata de economisire se va redresa pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând în principal o normalizare în contextul expansiunii ciclice. În plus, se estimează că rata de economisire a gospodăriilor populației se va majora ca urmare a reducerilor impozitelor directe în unele țări.

Caseta 1

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

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna martie 2018, ipotezele tehnice includ deprecierea euro, în special față de dolarul SUA, precum și niveluri mai ridicate ale prețurilor petrolului în dolari SUA și rate mai scăzute ale dobânzilor. Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței, data-limită pentru includerea ultimelor informații fiind 22 mai 2018. Ratele dobânzilor pe termen scurt se referă la EURIBOR la trei luni, anticipațiile pieței fiind derivate din ratele dobânzilor *futures*. Conform acestei metodologii, ratele dobânzilor pe termen scurt se vor situa, în medie, la -0,3% în anul 2018, -0,2% în anul 2019 și 0,2% în anul 2020. 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 2018, 1,5% în 2019 și 1,7% în 2020.³ Comparativ cu proiecțiile din luna martie 2018, anticipațiile pieței privind ratele dobânzilor pe termen scurt au fost revizuite în sens descendent cu 10 puncte de bază în 2019 și 20 puncte de bază în 2020, iar cele aferente ratelor dobânzilor pe termen lung au fost revizuite în sens descendent cu circa 15 puncte de bază pe parcursul orizontului de proiecție.

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 22 mai 2018, se anticipează că prețul țițeiului Brent se va majora de la 54,4 USD/baril în anul 2017 la 74,5 USD/baril în 2018 și se va reduce la 73,5 USD/baril în 2019 și 68,7 USD/baril în 2020. Această traiectorie implică faptul că prețurile în dolari SUA ale petrolului sunt mai ridicate cu 14,6% în 2018, cu 20,2%

³ 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.

în 2019 și cu 17,7% în 2020, comparativ cu proiecțiile din luna martie 2018. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor majora substanțial în anul 2018 și vor consemna o creștere relativ mai moderată ulterior.⁴

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 22 mai 2018. Această ipoteză presupune un curs de schimb mediu de 1,20 USD/EUR în anul 2018 și de 1,18 USD/EUR în perioada 2019-2020, față de 1,24 USD/EUR în proiecțiile din luna martie 2018. Cursul de schimb efectiv al euro (față de 38 de parteneri comerciali) este cu 0,3% inferior celui sugerat de proiecțiile din luna martie 2018.

Ipoteze tehnice

	Iunie 2018				Martie 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,4
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	1,0	1,2	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6	1,9
Prețul petrolului (în USD/baril)	54,4	74,5	73,5	68,7	54,4	65,0	61,2	58,3
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	7,9	9,3	2,5	4,1	7,9	7,4	3,2	4,5
Cursul de schimb USD/EUR	1,13	1,20	1,18	1,18	1,13	1,23	1,24	1,24
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE38) (variații procentuale anuale)	2,2	4,4	-0,1	0,0	2,2	4,5	0,1	0,0

Expansiunea investițiilor în obiective rezidențiale este așteptată să continue, deși într-un ritm mai lent decât cel înregistrat în ultimii doi ani. Investițiile în obiective rezidențiale au consemnat o încetinire în semestrul II 2017, în contextul în care sectorul construcțiilor din unele țări ale zonei euro a început să se confrunte cu constrângeri tot mai mari legate de factori de natura ofertei, îndeosebi cu deficite de forță de muncă. Principalele condiții pentru continuarea redresării investițiilor în obiective rezidențiale se mențin pe parcursul orizontului de proiecție, sondajele indicând că populația intenționează, într-o măsură tot mai mare, să cumpere ori să construiască o locuință în următorii doi ani sau, în special, să demareze lucrări de îmbunătățire a locuinței. Cu toate acestea, în pofida creșterii puternice a cererii de locuințe, se anticipează că expansiunea va fi atenuată de constrângerile tot mai acute generate de capacitățile de producție în sectorul construcțiilor, de condițiile de finanțare ușor mai restrictive și de tendințele demografice nefavorabile.

Se anticipează că investițiile corporative își vor continua redresarea pe parcursul orizontului de proiecție, deși ritmul acesteia consemnează o încetinire. Se estimează că o serie de factori vor continua să sprijine investițiile corporative: încrederea sectorului corporativ rămâne foarte ridicată pe seama

⁴ 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 2019, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială.

anticipațiilor foarte favorabile privind producția și a numărului mare de comenzi; gradul de utilizare a capacităților de producție se menține la niveluri mult superioare mediei sale pe termen lung, iar lipsa de echipamente este tot mai des menționată ca factor de limitare a producției în industria prelucrătoare; potrivit anticipațiilor, condițiile de finanțare vor rămâne deosebit de favorabile pe parcursul orizontului de proiecție; și se anticipează creșterea profiturilor, în contextul unui nivel deja ridicat al lichidității în sectorul societăților nefinanciare. De asemenea, redresarea puternică a prețurilor acțiunilor consemnată în ultimii ani și creșterea moderată a finanțării prin îndatorare au făcut ca gradul de îndatorare (ponderea datoriei în totalul activelor) a sectorului societăților nefinanciare să se plaseze în apropierea nivelurilor minime istorice. Cu toate acestea, gradul de îndatorare brută consolidată (ponderea datoriei în venituri) s-a redus mult mai puțin, situându-se, în prezent, la niveluri similare celor din perioada pre-criză. Pierderea progresivă de ritm consemnată de investițiile corporative pe parcursul orizontului de proiecție reflectă, de asemenea, decelerarea generală atât a cererii interne, cât și a cererii externe.

Caseta 2

Contextul internațional

Deși expansiunea economiei mondiale a continuat, datele recente indică o ușoară temperare a ritmului acesteia.

Creșterea randamentelor, volatilitatea piețelor bursiere și aprecierea dolarului SUA au contribuit la condițiile financiare ușor mai restrictive, unele economii de piață emergente confruntându-se cu tensiuni pronunțate pe piețele financiare în ultimele săptămâni. Majorarea prețului petrolului a afectat perspectivele economiilor importatoare de petrol. Cu toate acestea, perspectivele globale pe termen scurt se mențin, în esență, solide. Economiiile dezvoltate beneficiază de politicile monetare acomodative, în timp ce Statele Unite, în special, au profitat de măsurile substanțiale de stimulare fiscală adoptate în această țară. Economiiile orientate către export au fost impulsionate de revigorarea schimburilor comerciale internaționale, iar țările exportatoare de materii prime sunt sprijinite de creșterea prețurilor materiilor prime. Deși preocupările legate de protecționism s-au intensificat, este probabil ca majorările tarifare implementate până în prezent (pentru importurile de oțel și aluminiu ale SUA) să aibă numai efecte macroeconomice directe reduse, deși tendința generală în direcția intensificării protecționismului poate afecta încrederea investitorilor. Într-o perspectivă mai îndelungată, se anticipează o încetinire a activității economice pe termen mediu, odată cu maturizarea ciclurilor economice în economiiile dezvoltate și diminuarea progresivă a sprijinului din partea politicilor. Este probabil ca perspectivele să fie afectate de tranziția Chinei la o traiectorie de creștere inferioară, mai puțin dependentă de măsuri de stimulare. În plus, deși economiiile exportatoare de materii prime se redresează, acestea încă se confruntă cu necesitatea consolidării fiscale. În ansamblu, se previzionează o expansiune a activității economice mondiale (exceptând zona euro) de la 3,8% în anul 2017 la 4,0% în 2018, urmată de o decelerare la 3,7% până în 2020. Comparativ cu proiecțiile din luna martie 2018, ritmul de creștere a PIB mondial a fost revizuit în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale în anii 2018 și 2019. Aceasta reflectă, în 2018, date mai modeste la începutul anului în economiiile dezvoltate și, în 2019, perspective mai nefavorabile în unele economii de piață emergente.

Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

	Iunie 2018				Martie 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB real mondial (exceptând zona euro)	3,8	4,0	3,9	3,7	3,8	4,1	3,9	3,7
Schimburi comerciale mondiale (exceptând zona euro) ¹⁾	5,2	5,1	4,6	4,0	5,6	4,9	4,5	3,9
Cererea externă adresată zonei euro ²⁾	5,2	5,2	4,3	3,7	5,5	4,7	4,1	3,6

1) Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

După creșterea puternică înregistrată în anul 2017, indicatorii privind schimburile comerciale internaționale sugerează o decelerare modestă în primele luni ale anului curent. Cu toate acestea, continuarea dinamicii ciclice pe termen scurt ar trebui să impulsioneze schimburile comerciale internaționale, compensând efectele nefavorabile ale majorărilor tarifare din Statele Unite și China. Pe măsură ce forțele ciclice se atenuează însă, se estimează o decelerare a schimburilor comerciale internaționale, dinamica acestora fiind, în linii mari, în concordanță cu activitatea economică pe termen mediu. Conform proiecțiilor, ritmul de creștere a cererii externe adresate zonei euro se va situa la 5,2% în 2018 și se va reduce la 3,7% până în 2020. Comparativ cu proiecțiile din luna martie 2018, dinamica anuală a cererii externe adresate zonei euro a fost revizuită în sens ascendent cu 0,5 puncte procentuale în anul 2018 ca urmare a unui efect de report generat de o revizuire în sens ascendent a datelor pentru trimestrul IV 2017, care compensează ritmul de creștere relativ mai scăzut al importurilor globale de la începutul anului 2018. Dinamica cererii externe adresate zonei euro a fost revizuită ușor în sens ascendent în 2019 și 2020, reflectând cu precădere anticipațiile privind o creștere economică bazată în mai mare măsură pe schimburi comerciale în unele economii din Europa Centrală și de Est.

Potrivit proiecțiilor, dinamica exporturilor în afara zonei euro va fi atenuată de aprecierea anterioară a euro, precum și de încetinirea cererii externe. Se previzionează că, în trimestrele următoare, exporturile în afara zonei euro vor crește într-un ritm mai lent comparativ cu cererea externă adresată zonei euro, pe fondul aprecierii anterioare a euro, ceea ce implică o serie de noi pierderi limitate la nivelul cotelor de piață ale exporturilor. Importurile din afara zonei euro sunt așteptate să beneficieze de evoluțiile pozitive ale cererii interne și, în trimestrele următoare, de aprecierea euro. Întrucât dinamica importurilor este proiectată să se reducă într-o măsură mai mică decât cea a exporturilor, contribuția din partea schimburilor comerciale nete la creșterea economică ar trebui să fie numai marginal pozitivă pe parcursul orizontului de proiecție, după contribuția foarte pozitivă din anul 2017.

Gradul de ocupare a forței de muncă este proiectat să se reducă, întrucât se anticipează că deficitul de forță de muncă vor deveni tot mai constrângătoare în unele țări. Numărul de persoane ocupate din zona euro a crescut cu 0,3% în trimestrul IV 2017 și, potrivit estimărilor, s-a majorat în continuare în trimestrul I 2018. Intensificarea recentă a dinamicii populației ocupate s-a generalizat la nivelul țărilor, iar sondajele anticipative relevă menținerea unei dinamici solide pe termen scurt. Cu toate acestea, se anticipează că ocuparea forței de muncă va consemna o relativă pierdere de ritm. În anul 2018, se estimează că impactul unor

factori temporari favorabili (cum ar fi stimulentele fiscale din unele țări ale zonei euro) se va disipa treptat, iar populația ocupată în sectorul public va scădea în unele țări. Deficitele la nivelul ofertei de forță de muncă sunt proiectate să se intensifice ulterior în unele țări.

Se estimează că ritmul de creștere a forței de muncă va fi tot mai mult inhibat de deficitele la nivelul ofertei de forță de muncă. Se anticipează creșterea în continuare a forței de muncă pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând influxul net de lucrători, integrarea preconizată a refugiaților și o nouă majorare a ratelor de participare pe piața forței de muncă. Totuși, conform proiecțiilor, aceste efecte pozitive vor fi gradual compensate, pe parcursul orizontului de proiecție, de impactul nefavorabil al îmbătrânirii populației, întrucât numărul lucrătorilor în vârstă care ies din câmpul muncii este superior celor al lucrătorilor tineri care intră în câmpul muncii, iar lucrătorii mai în vârstă înregistrează rate de participare mai scăzute (în pofida unei majorări anticipate a acestora din urmă).

Se anticipează că rata șomajului va scădea la 7,3% în 2020. În trimestrul I 2018, rata șomajului s-a redus la 8,6%, cel mai scăzut nivel consemnat de la sfârșitul anului 2008. Privind în perspectivă, numărul șomerilor este prognozat a se diminua considerabil în continuare, apropiindu-se de nivelul minim atins înainte de criză.

Reflectând tiparul său ciclic, creșterea productivității muncii va rămâne susținută. Productivitatea muncii a crescut cu 0,9% în anul 2017. Privind în perspectivă, încetinirea menționată a ocupării forței de muncă, sporirea gradului de utilizare a capitalului în contextul reducerii deficitului de cerere, majorarea numărului de ore lucrate pe angajat și unele câștiguri la nivelul productivității totale a factorilor de producție sugerează că dinamica productivității muncii pe persoană ocupată va fi, în linii mari, robustă pe parcursul orizontului de proiecție. Totuși, se preconizează că aceasta se va menține ușor inferioară mediei de 1,0% din perioada pre-criză.

Se anticipează că dinamica PIB real se va menține peste nivelurile creșterii potențiale pe parcursul orizontului de proiecție. Se estimează o ușoară accelerare a creșterii PIB potențial în ultimii ani, susținută de contribuțiile sporite din partea capitalului și a productivității totale a factorilor de producție. La sfârșitul orizontului de proiecție, în pofida persistenței decalajului față de creșterea efectivă a PIB real, creșterea potențială este preconizată să se intensifice într-un ritm ușor inferior celui înregistrat în perioada premergătoare crizei. De remarcat, totuși, că nici creșterea potențială, nici factorii determinanți ai acesteia nu sunt observabili, aceste estimări fiind caracterizate de un grad considerabil de incertitudine.

Comparativ cu proiecțiile din luna martie 2018, creșterea PIB real a fost revizuită în sens descendent pentru anul 2018 și este, în linii mari, nemodificată pentru perioada 2019-2020. Revizuirea în sens descendent pentru anul 2018 se referă în principal la o creștere sub așteptări a PIB real în trimestrul I 2018.

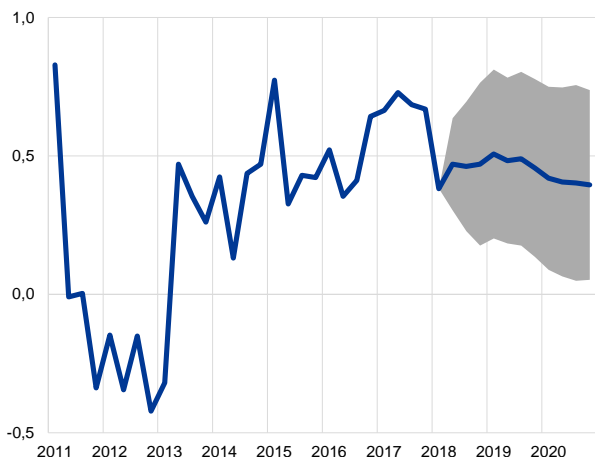
Graficul 1

Proiecții macroeconomice¹⁾

(date trimestriale)

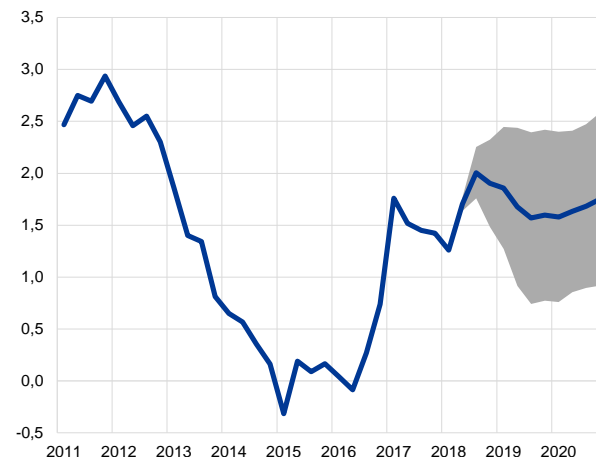
PIB real în zona euro²⁾

(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: <http://www.ecb.europa.eu/pub/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

2

Prețuri și costuri

Se anticipează o stagnare a inflației IAPC la 1,7% în fiecare an din cadrul orizontului de proiecție, în condițiile în care profilul descendent al componentei „produse energetice” a inflației IAPC compensează consolidarea progresivă a inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente. Deși se estimează o consolidare a componentei „produse energetice” a inflației IAPC în lunile următoare, reflectând recente majorări ale prețurilor petrolului și unele efecte de bază în sens ascendent, în perioada cuprinsă între sfârșitul anului 2018 și jumătatea anului 2019 aceasta ar trebui să înregistreze o scădere pronunțată, având în vedere o serie de efecte de bază puternice în sens descendent. Ulterior, se anticipează că aceasta va avea contribuție negativă la inflația IAPC totală, reflectând tiparul descrescător al curbei cotațiilor *futures* ale petrolului, în pofida unor efecte în sensul creșterii generate de taxele pe produsele energetice. Componenta „alimente” a inflației IAPC este proiectată să se mențină, în linii mari, constantă la circa 2,0% pe parcursul orizontului de proiecție. Se previzionează o creștere a inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente, pe fondul acutizării constrângerilor legate de ofertă. În special, înăsprirea condițiilor pe piața forței de muncă, în contextul intensificării constrângerilor la nivelul ofertei de forță de muncă în unele țări, va determina majorarea câștigurilor salariale și, având în vedere perspectivele relativ uniforme ale productivității muncii, creșterile rezultate ale costurilor unitare cu forța de muncă ar trebui să fie transferate, cel puțin parțial, la nivelul prețurilor. Se așteaptă ca evoluțiile prețurilor externe să genereze o serie de noi efecte în sensul creșterii asupra inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente, în condițiile în

care majorările anterioare ale prețurilor petrolului și creșterile estimate ale prețurilor materiilor prime non-energetice afectează indirect această componentă a inflației. Inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente este proiectată să crească treptat la 1,9% în anul 2020.

Se estimează o revigorare pronunțată a dinamicii salariale pe parcursul orizontului de proiecție, pe fondul înăspririi condițiilor pe piețele forței de muncă și al expirării măsurilor care au inhibat creșterea câștigurilor salariale în unele țări în ultimii ani. Conform proiecțiilor, ritmul de creștere a remunerării pe salariat se va majora de la 1,6% în anul 2017 la 2,7% în anul 2020.⁵ Se anticipează că dinamica costurilor unitare cu forța de muncă se va intensifica într-o măsură similară dinamicii remunerării pe salariat, dat fiind ritmul, în linii mari, nemodificat al creșterii productivității pe parcursul orizontului de proiecție. Principalul determinant al dinamizării câștigurilor salariale constă în ameliorarea preconizată în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă în zona euro, pe fondul înăspririi condițiilor pe piețele forței de muncă, precum și al deficitelor evidente la nivelul ofertei de forță de muncă în unele părți ale zonei euro. Rezultatul negocierilor salariale recente din mai multe țări din zona euro tinde să sugereze un ritm de creștere favorabil pentru câștigurile salariale, în concordanță cu reducerea deficitului de cerere. Dincolo de dinamica ciclică, se poate aștepta, de asemenea, ca accelerarea semnificativă a inflației totale în 2017, comparativ cu ultimii trei ani, să contribuie la creșterea câștigurilor salariale în țările din zona euro în care procesele de stabilire a salariilor includ elemente retrospective privind indexarea. În plus, factorii asociați crizei care au avut un efect inhibitor asupra creșterii salariale, cum ar fi necesitatea temperării majorărilor salariale în vederea redobândirii competitivității prin preț în unele țări și modificările salariale reprimite în perioada crizei din cauza rigidității la scădere a salariilor nominale, ar trebui să își reducă treptat influența în contextul continuării și extinderii expansiunii economice în țările din zona euro. De asemenea, se anticipează că unele măsuri adoptate de autoritățile guvernamentale, care au temperat dinamica salarială în trecut, vor deveni mai puțin relevante.

Marjele de profit nu sunt proiectate să intensifice presiunile inflaționiste pe parcursul orizontului de proiecție. Se estimează că intensificarea prognozată a dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă și majorarea impozitelor indirecte nete unitare vor frâna ritmul de creștere a marjelor de profit, dată fiind poziția marcată de constrângeri a firmelor în procesul de stabilire a prețurilor, îndeosebi către finalul orizontului de proiecție.

Se estimează că presiunile din surse externe asupra prețurilor se vor menține la valori pozitive, dar ar trebui să cunoască o moderare pe parcursul orizontului de proiecție. Deflatorul importurilor a înregistrat o creștere puternică în anul 2017, reflectând revirimentul prețurilor petrolului și ale altor materii prime. În cadrul orizontului de proiecție, evoluțiile prețurilor de import ar trebui să se

⁵ Încetinirea temporară așteptată în 2019 reflectă implementarea unei măsuri fiscale în Franța, și anume conversia unei deduceri fiscale („CICE”) într-o reducere permanentă a contribuțiilor la asigurările sociale ale angajatorilor. Întrucât scăderea ritmului de creștere a remunerării pe salariat și a costurilor unitare cu forța de muncă este, în mare măsură, compensată de creșterea corespunzătoare a marjelor de profit, se estimează că impactul asupra procesului de stabilire a prețurilor va fi limitat.

tempereze. Aceasta reflectă traiectoria descendentă a prețurilor petrolului și aprecierea anterioară a euro, care vor limita impactul majorării prețurilor materiilor prime nepetroliere și al intensificării treptate a presiunilor inflaționiste la nivel mondial asupra prețurilor de import asociată scăderii deficitului de cerere pe plan internațional.

Comparativ cu proiecțiile din luna martie 2018, perspectivele inflației IAPC au fost revizuite considerabil în sens ascendent pentru anii 2018 și 2019.

Revizuirea semnificativă în sens ascendent a ipotezelor privind prețurile petrolului în dolari SUA, alături de deprecierea euro față de dolar, presupune o revizuire puternică în sens ascendent a perspectivelor pe termen scurt ale prețurilor de consum ale produselor energetice. Inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente a fost revizuită ușor în sens ascendent pentru anii 2019 și 2020, ca urmare a unor efecte indirecte întârziate în sensul creșterii, generate de majorările prețurilor petrolului, și a unor revizuirii marginale în sens ascendent ale dinamicii remunerării pe salariat.

3 **Perspectivile fiscale**

Conform proiecțiilor, orientarea politicii fiscale în zona euro va fi ușor expansionistă în anul 2018 și, în medie, în linii mari neutră în perioada 2019-2020.

Orientarea politicii fiscale este măsurată ca variație a soldului primar ajustat ciclic după excluderea asistenței din fonduri publice acordate sectorului financiar. În anul 2018, orientarea expansionistă este generată îndeosebi de reducerea impozitelor directe și a contribuțiilor la asigurările sociale, precum și de ipoteza privind creșterea mai alertă a cheltuielilor publice. Conform proiecțiilor, orientarea politicii fiscale va fi, în medie, neutră în perioada 2019-2020, întrucât se estimează că noile reduceri ale impozitelor directe și ale contribuțiilor la asigurările sociale vor fi compensate de dinamica mai modestă a cheltuielilor publice.

Pe parcursul orizontului de proiecție, se estimează că ponderea deficitului bugetar și cea a datoriei publice în PIB se vor înscrie pe o traiectorie descendentă.

Proiecția fiscală presupune o scădere graduală a deficitului bugetar pe parcursul orizontului de proiecție, în principal ca urmare a ameliorării componentei ciclice și a reducerii plăților cu dobânzile, parțial compensată de o ușoară deteriorare a soldului primar ajustat ciclic. Se estimează că ponderea datoriei publice în PIB va rămâne pe o pantă descendentă în cadrul orizontului de proiecție, susținută de un diferențial favorabil între rata dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB⁶, precum și de îmbunătățirea soldului primar. Comparativ cu proiecțiile publicate în luna martie 2018, perspectivele privind deficitul au rămas practic nemodificate, în timp ce ponderea datoriei în PIB a fost revizuită ușor în sens ascendent, în principal ca urmare a unui diferențial mai puțin favorabil între ritmul de creștere a PIB și rata dobânzii aferentă datoriei publice.

⁶ Diferențialul este calculat ca diferența dintre rata efectivă nominală a dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB nominal.

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 pentru zona euro, analiza sensibilității proiecțiilor la traiectoriile alternative ale acestor ipoteze de bază poate contribui la evaluarea riscurilor asociate proiecțiilor. Această casetă analizează incertitudinile referitoare la unele ipoteze de bază utilizate în proiecții, precum și sensibilitatea proiecțiilor la aceste variabile.

1) O traiectorie alternativă a prețurilor petrolului

Potrivit modelelor alternative de evoluție a prețurilor petrolului, există riscul ca, pe parcursul orizontului de proiecție, acestea să fie superioare celor sugerate de cotațiile futures.

Ipotezele tehnice privind evoluțiile prețurilor petrolului care fundamentează proiecțiile de bază, construite pornind de la cotațiile futures ale petrolului, anticipează un profil descendent al cotațiilor petrolului, prețul țiteiului Brent situându-se la circa 67 USD/baril la sfârșitul anului 2020. Această traiectorie a cotațiilor futures este în concordanță cu avansul robust al cererii mondiale de petrol, scenariu asociat dinamizării expansiunii economice mondiale. Cu privire la factorii care influențează oferta de petrol, cotațiile futures ale petrolului reflectă, probabil, faptul că efectele în sens descendent datorate expansiunii producției de petrol din șisturi bituminoase în Statele Unite sunt parțial compensate de tensiuni geopolitice și de acordul între OPEC și unii producători din afara OPEC de reducere a producției. O combinație de modele alternative utilizate de experții BCE⁷ pentru proiecția prețurilor petrolului pe parcursul orizontului de proiecție indică prețuri mai ridicate ale petrolului decât s-a estimat în ipotezele tehnice. Materializarea unei traiectorii alternative a prețurilor petrolului derivate din aceste modele, în care acestea ar fi, până în anul 2020, cu 8,8% superioare celor din proiecția de bază, ar reduce marginal creșterea PIB real (cu mai puțin de 0,1 puncte procentuale în 2019 și 2020), determinând în același timp o majorare mai rapidă a inflației IAPC (cu 0,1 puncte procentuale în 2019 și cu 0,2 puncte procentuale în 2020).

2) O traiectorie alternativă a cursului de schimb

Această analiză a sensibilității vizează efectele consolidării în continuare a cursului de schimb al euro.

Una dintre sursele riscului de apreciere se referă la redresarea economică peste așteptări în zona euro, care va conduce la presiuni inflaționiste în sensul creșterii. Acest scenariu este în concordanță cu distribuția care are la bază densitățile implicite, pentru cursul de schimb, calculate în mediu neutru la risc folosind opțiuni cu suport USD/EUR la data de 22 mai 2018, orientată puternic către o apreciere a euro. Cea de-a 75-a percentilă a acestei distribuții implică o apreciere a euro față de dolarul SUA la un curs de schimb de 1,36 USD/EUR în anul 2020, cu 14,8% peste nivelul proiecției de bază pentru anul respectiv. Ipoteza corespunzătoare privind cursul de schimb efectiv nominal al euro derivă din periodicități istorice, potrivit cărora modificările cursului de schimb USD/EUR corespund unor variații ale cursului de schimb efectiv cu o elasticitate ușor peste 50%. Conform acestui scenariu, media rezultatelor unei serii de modele macroeconomice elaborate de experți indică o dinamică a PIB real mai scăzută cu 0,5 puncte procentuale în 2019 și 0,3 puncte procentuale în 2020. Rata inflației IAPC ar fi mai redusă cu 0,5 puncte procentuale atât în 2019, cât și în 2020.

⁷ A se vedea combinația de patru modele prezentată în articolul intitulat „Forecasting the price of oil”, Buletin economic, ediția a 4-a, BCE, 2015.

Caseta 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, prognozele disponibile în prezent ale altor instituții cu privire la creșterea PIB real și inflația IAPC se încadrează în intervalele de variație prevăzute de proiecțiile experților Eurosistemului (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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Proiecțiile experților Eurosistemului	Iunie 2018	2,1 [1,8 - 2,4]	1,9 [0,9 - 2,9]	1,7 [0,6 - 2,8]	1,7 [1,6 - 1,8]	1,7 [1,0 - 2,4]	1,7 [0,9 - 2,5]
Comisia Europeană	Mai 2018	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OCDE	Mai 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Barometrul zonei euro	Mai 2018	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,8
Previziunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	Mai 2018	2,3	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	Aprilie 2018	2,4	2,0	1,6	1,5	1,6	1,7
FMI	Aprilie 2018	2,4	2,0	1,7	1,5	1,6	1,8

Sursa: Previziunile economice europene ale Comisiei Europene, primăvara anului 2018; *IMF World Economic Outlook*, aprilie 2018; *OECD Economic Outlook*, mai 2018; previziunile *Consensus Economics Forecasts*, mai 2018; cifra pentru anul 2020 aferentă *Consensus Economics* este preluată din sondajul referitor la prognozele pe termen lung din aprilie 2018; *MJEconomics for the Euro Zone Barometer*, mai 2018; și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*), aprilie 2018.

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, 2018

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

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

ISSN 2529-4806 (pdf)
Număr catalog UE QB-CF-18-001-RO-N (pdf)