



Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului, decembrie 2018¹

Dinamica PIB real a consemnat o moderare neprevăzută în trimestrul III 2018, reflectând parțial blocajele temporare la nivelul producției cu care s-au confruntat producătorii auto. Deși datele recente au fost sub așteptări, producția de automobile s-a redresat în ultimele luni, iar factorii fundamentali care susțin expansiunea zonei euro se mențin, în linii mari. Prin urmare, se anticipează o redresare a creșterii economice pe termen scurt. Proiecțiile privind perspectivele creșterii reflectă impactul orientării foarte acomodative a politicii monetare, ameliorarea condițiilor pe piețele forței de muncă, consolidarea bilanțurilor, precum și o ușoară relaxare fiscală. Moderarea dinamicii PIB real de la 1,9% în anul 2018 la 1,5% în 2021 se explică, în principal, prin creșterea deficitelor de forță de muncă în unele țări și prin condițiile de finanțare relativ mai puțin favorabile pe parcursul orizontului de proiecție. Se estimează că inflația IAPC a înregistrat un nivel maxim de 2,1% în trimestrul III 2018 și că va atinge un nivel minim de 1,4% până la finele anului 2019, după care se va intensifica treptat la 1,8% în 2021. Acest tipar reflectă o scădere pronunțată a componentei „produse energetice” a inflației IAPC pe parcursul anului 2019, de la ritmurile actuale ridicate, în contextul atenuării impactului majorărilor semnificative anterioare ale prețurilor petrolului, în timp ce pentru inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente este proiectată o intensificare, reflectând continuarea expansiunii economice și înăsprirea condițiilor pe piața forței de muncă.

1

Economia reală

Expansiunea economică s-a moderat în trimestrul III 2018, comparativ cu

semestrul I 2018. Temperarea creșterii PIB real de la 0,4% în fiecare trimestru din prima jumătate a anului 2018 la 0,2% în trimestrul III este parțial asociată întârzierilor cu care unii producători auto s-au conformat noii Proceduri armonizate la nivel

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 cu privire la 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 21 noiembrie 2018 (Caseta 1). Data-limită pentru includerea altor informații în cadrul acestui exercițiu a fost 28 noiembrie 2018. Exercițiul actual de proiecție macroeconomică se referă la perioada 2018-2021. 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.

mondial de testare a vehiculelor ușoare, ceea ce i-a determinat să își diminueze semnificativ producția. Această situație a marcat îndeosebi Germania, unde producția de automobile s-a redus substanțial, contribuind într-o măsură considerabilă la scăderea PIB real al acestei țări în trimestrul III 2018. Și în alte țări, dinamica PIB real a înregistrat o diminuare notabilă în trimestrul III, reflectând încetinirea cererii interne.

Tabelul 1
Proiecții macroeconomice pentru zona euro¹⁾

(variații procentuale anuale)

	Decembrie 2018				Septembrie 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
PIB real	1,9	1,7	1,7	1,5	2,0	1,8	1,7
	[1,8 - 2,0] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[0,5 - 2,5] ²⁾	[1,8 - 2,2] ²⁾	[1,0 - 2,6] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾
Consumul privat	1,4	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7	1,6
Consumul administrațiilor publice	1,1	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Formarea brută de capital fix	3,5	3,3	2,6	2,1	4,0	3,2	2,9
Exporturi ³⁾	2,8	3,5	3,8	3,4	3,1	3,8	3,6
Importuri ³⁾	2,7	4,2	4,2	3,6	3,5	4,5	3,9
Ocuparea forței de muncă	1,4	0,9	0,8	0,6	1,4	0,9	0,8
Rata șomajului (% din forța de muncă)	8,2	7,8	7,5	7,1	8,3	7,8	7,4
IAPC	1,8	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
	[1,8 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,1] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾	[0,9 - 2,7] ²⁾	[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾
IAPC exclusiv produse energetice	1,3	1,5	1,7	1,8	1,3	1,6	1,8
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
IAPC exclusiv produse energetice, alimente și variații ale impozitelor indirecte ⁴⁾	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
Costul unitar cu forța de muncă	1,7	1,3	1,6	1,8	1,6	1,3	1,7
Remunerarea pe salariat	2,2	2,1	2,5	2,7	2,2	2,2	2,7
Productivitatea muncii	0,5	0,8	0,9	0,9	0,6	0,9	1,0
Soldul bugetului general consolidat (% din PIB)	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5
Soldul bugetar structural (% din PIB) ⁵⁾	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0
Datoria publică brută (% din PIB)	84,9	83,0	80,9	79,0	84,8	82,8	80,6
Soldul contului curent (% din PIB)	3,0	2,7	2,6	2,5	3,2	2,8	2,8

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

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

3) Inclusiv schimburile comerciale din interiorul zonei euro.

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

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

Conform proiecțiilor, reculul din trimestrul III 2018 este, în mare parte, temporar, creșterea economică urmând să se redreseze ulterior. Indicele compozit PMI privind producția, calculat pe baza unui sondaj în rândul directorilor de

achiziții, a continuat să se reducă în lunile octombrie și noiembrie, în timp ce indicatorii de încredere ai Comisiei Europene au consemnat, de asemenea, o scădere în ultimele luni, dar se mențin peste mediile pe termen lung, indicând numai o creștere moderată în trimestrul IV. Totodată, cele mai recente date privind producția de automobile în Germania evidențiază caracterul temporar al încetinirii, anticipându-se redresarea în continuare a producției de automobile către niveluri normale în lunile următoare. În ansamblu, conform proiecțiilor, reculul din trimestrul III 2018 este, în mare parte, temporar, creșterea economică urmând să se redreseze ulterior. Trebuie menționat că acest profil este, în linii mari, în concordanță cu informațiile furnizate de indicatori cu capacitate predictivă, precum *EuroCOIN* și *Conference Board Leading Economic Index*.

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 propage la nivelul economiei. Creditarea sectorului privat își menține un ritm pozitiv, fiind generalizată la nivelul tuturor țărilor din zona euro, și este impulsionată de ratele încă scăzute, dar relativ mai ridicate, ale dobânzilor și de condițiile favorabile de creditare bancară atât pentru gospodăriile populației, cât și pentru societățile nefinanciare. Restrângerea necesității de reducere a gradului de îndatorare la nivelul tuturor sectoarelor va contribui, de asemenea, la dinamismul cheltuielilor private. Se anticipează că impactul relaxării politicii fiscale în zona euro în ansamblu va fi ușor expansionist. Expansiunea consumului privat și a investițiilor în obiective rezidențiale ar trebui să beneficieze, de asemenea, de condițiile robuste de pe piața forței de muncă și de creșterea averii nete reale. Totodată, investițiile corporative își vor continua avansul, în contextul creșterii profiturilor, al gradului ridicat de utilizare a capacităților de producție și, probabil, al unor investiții destinate economisirii forței de muncă, ca urmare a adâncirii deficitelor de forță de muncă. Se anticipează că exporturile zonei euro vor beneficia de expansiunea actuală a activității economice mondiale și de creșterea în consecință a cererii externe adresate zonei euro.

Cu toate acestea, se anticipează o ușoară încetinire a creșterii PIB real pe parcursul orizontului de proiecție, pe măsura dispărării treptate a efectelor unor factori favorabili. Comparativ cu expansiunea robustă înregistrată de schimburile comerciale internaționale în anul 2017 și la începutul anului 2018, se estimează că sprijinul din partea cererii externe va fi mai redus, iar condițiile financiare vor fi relativ mai puțin favorabile pe parcursul orizontului de proiecție. Se previzionează, de asemenea, o încetinire substanțială a creșterii ocupării forței de muncă în cadrul orizontului de proiecție, asociată cu precădere deficitelor tot mai constrângătoare la nivelul ofertei de forță de muncă în unele țări. Dinamica investițiilor corporative este proiectată a se contracta pe fondul unei creșteri mai scăzute a cererii globale, al înăsprii condițiilor de finanțare, al expirării stimulentei fiscale și al schimbărilor de natură structurală, precum cele determinate de factori demografici nefavorabili. Dinamica investițiilor în obiective rezidențiale va fi, de asemenea, afectată de factori demografici.

Dinamica veniturilor disponibile reale se va consolida în anul 2019 pe seama creșterii transferurilor fiscale, urmând să se modereze în 2020 și ulterior.

Conform proiecțiilor, contribuția câștigurilor salariale brute la dinamica veniturilor disponibile nominale va înregistra o ușoară scădere în anul 2019, pe fondul impactului încetinirii ritmului de creștere a ocupării forței de muncă. Se estimează că această contribuție se va menține, în linii mari, nemodificată după anul 2019, întrucât intensificarea anticipată a dinamicii salariilor nominale compensează încetinirea în continuare a ritmului de creștere a ocupării forței de muncă. Se preconizează ca alte venituri decât cele din muncă să înregistreze o creștere mai moderată în 2019, urmând să cunoască o accelerare de ritm pentru restul orizontului de proiecție, în concordanță cu profiturile. Reflectând un mix de reduceri ale impozitelor directe și creșteri ale transferurilor către gospodăriile populației, contribuția transferurilor fiscale nete ar trebui să devină pozitivă în anul 2019, pentru prima dată după 2010, în toate țările mari din zona euro; se anticipează că aceasta va deveni, în linii mari, neutră în anul 2020 și ușor restrictivă în 2021, în contextul transferurilor mai scăzute către gospodăriile populației și al majorării progresive a impozitelor directe. În ansamblu, se previzionează o consolidare a dinamicii veniturilor disponibile reale în anul 2019, dar și o moderare a acesteia în perioada 2020-2021, amplificată de intensificarea proiectată a inflației măsurate prin prețurile de consum. În plus, se așteaptă ca structura acesteia să devină mai puțin favorabilă pentru cheltuielile populației, întrucât veniturile disponibile vor fi generate într-o măsură mai mare de câștigurile salariale decât de gradul de ocupare a forței de muncă, consumul reacționând, de regulă, ceva mai puternic la variațiile acestuia din urmă.

Pe termen scurt, se proiectează o ușoară intensificare a consumului privat.

Potrivit estimărilor, în trimestrul III 2018 consumul privat a fost inhibat de blocaje substanțiale la nivelul producției de automobile, care au determinat întârzieri la livrare. Nivelurile încă favorabile ale încrederii consumatorilor, ameliorarea anticipată în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă și creșterea salariilor reale pe salariat sugerează o dinamică mai puternică a consumului în următoarele trimestre, amplificată de efectul pozitiv al relaxării fiscale din unele țări.

Expansiunea consumului privat ar trebui, de asemenea, 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.

Conform proiecțiilor, ratele dobânzilor la creditele bancare vor înregistra o creștere moderată în cadrul orizontului de proiecție. Cu toate acestea, se anticipează că impactul acestei creșteri asupra plăților brute de dobânzi va fi limitat, date fiind scadența îndelungată a datoriei gospodăriilor populației și ponderea relativ scăzută a datoriei cu dobândă variabilă în bilanțul acestora. În pofida acestei creșteri, se previzionează că plățile brute de dobânzi se vor menține la niveluri scăzute și, prin urmare, vor continua să sprijine consumul privat. În plus, creșterea avuției nete reale este proiectată să continue, deși într-un ritm ceva mai lent decât în anii anteriori. Alături de progresele înregistrate în ceea ce privește reducerea gradului de îndatorare, creșterea avuției nete reale ar trebui să susțină, de asemenea, consumul, chiar dacă gradul de îndatorare brută a populației se menține la nivelurile înregistrate înainte de criza financiară mondială.

Se anticipează că, pe parcursul orizontului de proiecție, rata de economisire a gospodăriilor populației va înregistra o creștere treptată către niveluri istorice mai normale. Această normalizare reflectă expansiunea ciclică în curs și modificarea structurii dinamicii veniturilor. În plus, se estimează că economiile gospodăriilor private se vor majora ca urmare a reducerilor impozitelor directe și a unei creșteri temporare a transferurilor publice.

Caseta 1

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

Comparativ cu proiecțiile publicate în luna septembrie 2018, ipotezele tehnice includ deprecierea cursului de schimb efectiv al euro, precum și niveluri mai reduse ale prețurilor petrolului în dolari SUA și rate ușor mai ridicate ale dobânzilor pe termen lung. Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței, data-limită pentru includerea ultimelor informații fiind 21 noiembrie 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 2019, 0,0% în anul 2020 și 0,3% în anul 2021. Anticipațiile pieței cu privire la randamentele nominale ale obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani din zona euro indică un nivel mediu de 1,4% în anul 2019, 1,7% în 2020 și 1,9% în 2021.² Comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2018, anticipațiile pieței privind ratele dobânzilor pe termen scurt au fost revizuite în sens descendent cu 4 puncte de bază pentru 2019 și 2020, iar cele aferente ratelor dobânzilor pe termen lung au fost revizuite în sens ascendent cu 13 puncte de bază pentru 2019 și 15 puncte de bază pentru 2020.

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 21 noiembrie 2018, se anticipează că prețul țițeiului Brent se va reduce de la 71,8 USD/baril în anul 2018 la 67,5 USD/baril în 2019 și se va comprima în continuare la 65,9 USD/baril în 2021. Această traiectorie implică faptul că prețurile în dolari SUA ale petrolului sunt mai ridicate cu 0,4% în 2018 și mai scăzute cu 5,8% în 2019 și cu 3,2% în 2020, comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2018. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice vor fi ușor mai reduse în anul 2019 decât în 2018 și vor cunoaște o revigorare pentru restul orizontului de proiecție.³

În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se preconizează că acestea vor rămâne nemodificate pe parcursul orizontului de proiecție, la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni anterioară datei-limită de 21 noiembrie 2018. Această ipoteză presupune un curs de schimb mediu de 1,18 USD/EUR în anul 2018 și de 1,14 USD/EUR în perioada 2019-2021,

² Ipoteza privind randamentele nominale ale obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani din zona euro se bazează pe media ponderată cu PIB anual a randamentelor medii ale obligațiunilor de referință cu scadența la 10 ani ale țărilor din zona euro, extinsă utilizând traiectoria *forward*, derivată din randamentul la par al tuturor obligațiunilor pe 10 ani din zona euro estimat de BCE, discrepanța inițială dintre cele două serii fiind menținută constantă pe parcursul orizontului de proiecție. Se presupune că *spread*-urile dintre randamentele obligațiunilor de stat specifice fiecărei țări și media corespunzătoare zonei euro vor rămâne constante în cadrul orizontului de proiecție.

³ Ipotezele privind prețurile petrolului și ale materiilor prime alimentare se bazează pe cotațiile *futures* până la sfârșitul orizontului de proiecție. În cazul altor materii prime non-energetice, se presupune că prețurile vor urma traiectoria cotațiilor *futures* până în trimestrul IV 2019, iar ulterior vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială.

niveluri, în linii mari, nemodificate față de proiecțiile din luna septembrie 2018. Cursul de schimb efectiv al euro (față de 38 de parteneri comerciali) este cu 0,5% inferior celui estimat în proiecțiile din luna septembrie 2018.

Ipoteze tehnice

	Decembrie 2018				Septembrie 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	-0,3	-0,3	0,0	0,3	-0,3	-0,2	0,0
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	1,1	1,4	1,7	1,9	1,1	1,3	1,6
Prețul petrolului (în USD/baril)	71,8	67,5	66,8	65,9	71,5	71,7	69,0
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	3,0	-1,4	4,4	4,3	1,9	-2,6	4,2
Cursul de schimb USD/EUR	1,18	1,14	1,14	1,14	1,18	1,14	1,14
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE38) (variații procentuale anuale)	5,2	0,0	0,0	0,0	5,1	0,6	0,0

Expansiunea investițiilor în obiective rezidențiale este preconizată să continue, deși într-un ritm mai moderat. Dinamica investițiilor în obiective rezidențiale pare să fi atins un nivel maxim la începutul anului 2018 și să fi consemnat o pierdere de ritm în trimestrele ulterioare. Acest recul, comparativ cu expansiunea pieței imobiliare în anii 2016 și 2017, reflectă cu precădere impactul constrângerilor tot mai mari de pe partea ofertei, îndeosebi al deficitelor de forță de muncă, în unele țări. Condițiile principale pentru continuarea majorării investițiilor în obiective rezidențiale se mențin pe parcursul orizontului de proiecție, sondajele indicând că tot mai multe gospodării ale populației intenționează să achiziționeze ori să construiască o locuință în următorii doi ani și să înceapă lucrări de renovare a locuinței. Cu toate acestea, în concordanță cu încetinirea progresivă anticipată a dinamicii veniturilor disponibile reale și cu condițiile de finanțare estimate a deveni ușor mai restrictive, se previzionează o reducere a ritmului acestei expansiuni. Această moderare poate fi, de asemenea, generată de constrângerile tot mai accentuate la nivelul capacităților de producție în sectorul construcțiilor și de tendințele demografice nefavorabile din unele țări.

Se anticipează că investițiile corporative își vor continua redresarea pe parcursul orizontului de proiecție, deși într-un ritm progresiv descrescător începând cu anul 2019. Se estimează că investițiile corporative au cunoscut o expansiune rapidă pe parcursul anului 2018, majorându-și ponderea în PIB real al zonei euro până la niveluri maxime din perioada pre-criză. Pe viitor, pe lângă perspectivele în general favorabile ale cererii, o serie de factori vor continua să sprijine investițiile corporative: încrederea sectorului corporativ, deși relativ mai redusă decât la începutul anului 2018, rămâne la cote peste medie, fiind susținută de anticipațiile favorabile privind producția și de numărul de comenzi; gradul de utilizare a capacităților de producție se menține la niveluri mult superioare mediei pe termen lung, iar un număr mare de firme de producție raportează lipsa de echipamente ca factor de limitare a producției; potrivit anticipațiilor, condițiile de finanțare vor rămâne favorabile, deși se vor înăsări treptat pe parcursul orizontului de proiecție; și se

anticipează creșterea profiturilor, în contextul unui nivel deja ridicat al lichidității în sectorul societăților nefinanciare, iar firmele și-ar putea spori investițiile pentru a compensa constrângerile generate de deficitul de forță de muncă. De asemenea, gradul de îndatorare a societăților nefinanciare s-a redus în ultimii ani, ca urmare a redresării cotațiilor acțiunilor, a acumulării constante de active și a creșterii moderate a finanțării prin îndatorare, deși îndatorarea brută consolidată se situează încă la niveluri superioare celor din perioada pre-criză. Pierderea progresivă de ritm anticipată a fi consemnată de investițiile corporative pe parcursul orizontului de proiecție reflectă decelerarea generală atât a cererii interne, cât și a cererii externe, precum și majorări ale ratelor dobânzilor la creditele acordate societăților nefinanciare. În plus, se estimează că sistarea anticipată a stimulentele fiscale speciale și efectele nefavorabile ale anumitor schimbări de natură structurală (precum cele determinate de factori demografici nefavorabili) vor afecta investițiile corporative pe termen mediu.

Caseta 2

Contextul internațional

Deși activitatea economică mondială s-a menținut rezilientă până în prezent, încep să apară indicii ale unei încetiniri. Economia mondială și-a continuat expansiunea într-un ritm constant în trimestrul II 2018, iar rezultatele privind creșterea economică în trimestrul III în Statele Unite și Regatul Unit încă indică o activitate rezilientă, în pofida unei contracții a producției în Japonia, care reflectă în mare parte factori temporari asociați dezastrelor naturale. La nivelul economiilor de piață emergente, activitatea economică s-a menținut puternică în China, iar stabilizarea sentimentului pieței și aprecierea conexă a lirei indică o contracție relativ mai puțin pronunțată decât se anticipase în Turcia.

Pe termen scurt, se preconizează că dinamica ciclică globală va susține activitatea economică mondială. Economiiile dezvoltate continuă să beneficieze de politicile monetare acomodative și de măsurile fiscale cu impact stimulatив substanțial adoptate în Statele Unite. Creșterea prețurilor petrolului consemnată anterior a contribuit, de asemenea, la stabilizarea investițiilor în multe dintre țările exportatoare de petrol. Cu toate acestea, tensiunile comerciale între Statele Unite și China s-au intensificat, iar incertitudinile referitoare la viitorul relațiilor comerciale se mențin ridicate, afectând activitatea globală. Preocupările referitoare la schimburile comerciale internaționale, normalizarea treptată a politicilor monetare în economiile dezvoltate și incertitudinile privind politicile au condus la înăsprirea condițiilor financiare pe parcursul lunilor de vară, îndeosebi în unele economii de piață emergente. Deși riscurile la nivel global par să se fi stabilizat recent, investitorii financiari continuă să discrimineze economiile de piață emergente care prezintă dezechilibre semnificative, niveluri ridicate ale necesarului de finanțare externă și constrângeri la nivelul marjelor de manevră ale politicilor.

Într-o perspectivă mai îndelungată, se previzionează o creștere economică mondială constantă. Pe de o parte, aceasta reflectă încetinirea ciclică prognozată la nivelul economiilor dezvoltate, precum și tranziția Chinei la o traiectorie de creștere mai scăzută. Deviațiile negative ale PIB de la nivelul potențial sunt deja eliminate sau sunt în curs de a fi eliminate în majoritatea economiilor dezvoltate, iar sprijinul din partea politicilor se va reduce treptat. În plus, deși se anticipează că relația comercială actuală dintre Regatul Unit și UE27 va fi menținută până la sfârșitul anului 2020, tranziția estimată la o nouă relație comercială începând cu anul 2021 va

afecta într-o anumită măsură creșterea economică a Regatului Unit. Pe de altă parte, perspectivele activității economice globale reflectă, de asemenea, redresarea proiectată a acesteia în mai multe economii de piață emergente pe parcursul orizontului de proiecție, în special în cele care au fost afectate de recente turbulențe de pe piețele financiare. În ansamblu, se previzionează o creștere economică mondială (exceptând zona euro) de 3,8% în anul 2018 și o reducere a acesteia până la 3,6% în anul 2021.

Comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2018, ritmul de creștere a PIB mondial a fost revizuit în sens descendent. Aceste revizuirii în sens descendent reflectă deteriorarea perspectivelor în economiile de piață emergente, perspectivele activității economice în economiile dezvoltate menținându-se, în linii mari, neschimbate.

Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

	Decembrie 2018				Septembrie 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
PIB real mondial (exceptând zona euro)	3,8	3,5	3,6	3,6	3,9	3,7	3,7
Schimburi comerciale internaționale (exceptând zona euro) ¹⁾	5,1	3,5	3,6	3,6	4,6	3,9	3,8
Cererea externă adresată zonei euro ²⁾	4,3	3,1	3,5	3,4	4,1	3,6	3,6

1) Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

Conform proiecțiilor, dinamica schimburilor comerciale internaționale va înregistra o încetinire în 2019, pe fondul ajungerii la maturitate a ciclului economic mondial și al noilor tarife care afectează schimburile comerciale, în special în Statele Unite și China. Pe termen mediu, proiecțiile privind schimburile comerciale sunt ancorate în jurul perspectivei potrivit căreia importurile globale vor consemna, în linii mari, o creștere în concordanță cu activitatea economică mondială. În ansamblu, cererea externă adresată zonei euro este preconizată a cunoaște o expansiune de 4,3% în anul 2018, moderându-și ritmul de creștere la 3,4% până în anul 2021. Comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2018, cererea externă adresată zonei euro a fost revizuită în sens ascendent pentru anul 2018, pe seama dinamicii mai puternice consemnate în semestrul I 2018. Revizuirile în sens descendent pentru anii 2019 și 2020 reflectă parțial impactul mecanic al tarifelor bilaterale mai ridicate în Statele Unite și China și, într-o măsură mai mică, nivelurile ușor mai scăzute ale activității economice mondiale.

Potrivit proiecțiilor, exporturile în afara zonei euro vor depăși cererea externă pe termen scurt și, ulterior, vor crește într-un ritm similar cu aceasta. Se așteaptă ca exporturile în afara zonei euro să crească într-un ritm relativ mai accelerat decât cel corespunzător cererii externe pe parcursul anului 2019, ceea ce determină unele majorări pe termen scurt ale cotelor de piață pe seama ameliorării competitivității prin preț la nivelul țărilor din zona euro (în contextul unor dinamici ale prețurilor de export inferioare celor ale competitorilor). Pe termen mediu, exporturile în afara zonei euro sunt estimate a crește în concordanță cu cererea externă. Se anticipează că importurile din afara zonei euro vor beneficia de evoluția pozitivă a cererii și, în trimestrele următoare, de aprecierea euro. Contribuția schimburilor

comerciale nete la creșterea economică ar trebui să fie, în linii mari, neutră pe parcursul orizontului de proiecție, după contribuția pozitivă redusă din anul 2018.

Creșterea ocupării forței de muncă va consemna un declin, conform proiecțiilor, întrucât activitatea economică încetinește și se anticipează că deficitele de forță de muncă vor deveni tot mai constrângătoare în unele țări.

Dinamica numărului de persoane ocupate din zona euro s-a temperat în trimestrul III 2018, după ce a consemnat ritmuri de creștere trimestriale de 0,4% în prima jumătate a anului, reflectând decelerarea activității economice înregistrată de la începutul anului 2018. Sondajele anticipative relevă creșterea continuă pe termen scurt a gradului de ocupare a forței de muncă, deși aceasta ar fi afectată în 2019 de reduceri de personal în sectorul public, de introducerea estimată a unei scheme de pensionare anticipată și de disponibilizări preconizate în urma majorărilor salariilor minime în unele țări. În esență, se anticipează că ocuparea forței de muncă va consemna o relativă pierdere de ritm pe parcursul orizontului de proiecție, în principal în concordanță cu declinul activității economice.

Se așteaptă creșterea forței de muncă pe parcursul orizontului de proiecție, dar într-un ritm tot mai moderat. Aceasta reflectă imigrația netă prognozată a forței de muncă, integrarea preconizată a refugiaților și noi majorări ale ratelor de participare pe piața forței de muncă. Totuși, se anticipează că impactul acestor factori se va disipa pe parcursul orizontului de proiecție, estimându-se o amplificare a impactului nefavorabil al îmbătrânirii populației, dat fiind faptul că numărul vârstnicilor care părăsesc câmpul muncii este superior celui al tinerilor care intră pe piața forței de muncă.

Se anticipează că rata șomajului va scădea la 7,1% în anul 2021. În trimestrul III 2018, rata șomajului s-a redus la 8,1%, cel mai scăzut nivel consemnat de la sfârșitul anului 2008. Privind în perspectivă, se prognozează că numărul șomerilor se va diminua considerabil în continuare, apropiindu-se de nivelul minim atins înainte de criză.

Reflectând tiparul său ciclic, se estimează o redresare a productivității muncii pe parcursul orizontului de proiecție. Ulterior dinamizării notabile înregistrate în anul 2017, productivitatea muncii a stagnat, în termeni trimestriali, în primele trei trimestre ale anului 2018, reflectând temperarea neprevăzută a activității economice. Privind în perspectivă, încetinirea menționată a creșterii ocupării forței de muncă, sporirea gradului de utilizare a capitalului în contextul reducerii deficitului de cerere, majorarea numărului de ore lucrate pe persoană ocupată și unele câștiguri la nivelul productivității totale a factorilor de producție sugerează că dinamica productivității muncii se va accelera în cadrul orizontului de proiecție, însă până la un nivel ușor inferior mediei de 1,0% din perioada pre-criză.

Comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2018, creșterea PIB real a fost revizuită în sens ușor descendent pentru anii 2018 și 2019. Aceasta reflectă rezultatele mai modeste înregistrate în trimestrul III 2018, precum și un nivel mai redus al efectului de report asociat în 2019. Totodată, deși ratele ușor mai ridicate ale dobânzilor active pe termen lung, cotațiile mai scăzute ale acțiunilor și dinamica mai modestă a cererii externe vor inhiba activitatea economică, se estimează că,

pentru anii 2019 și 2020, aceste efecte vor fi în linii mari compensate de impactul favorabil al prețurilor mai scăzute ale petrolului, de deprecierea cursului de schimb efectiv al euro și de o relativă relaxare fiscală suplimentară.

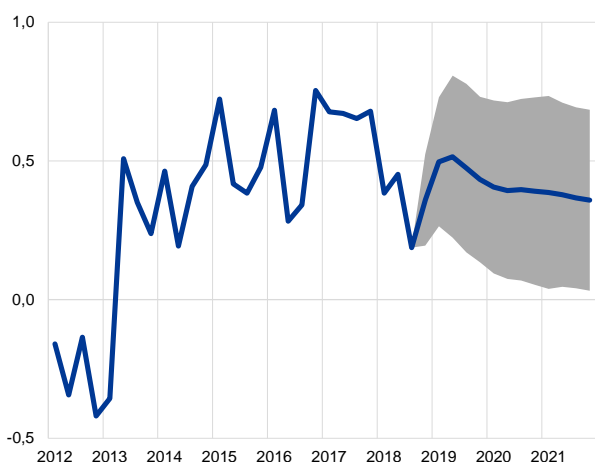
Graficul 1

Proiecții macroeconomice¹⁾

(date trimestriale)

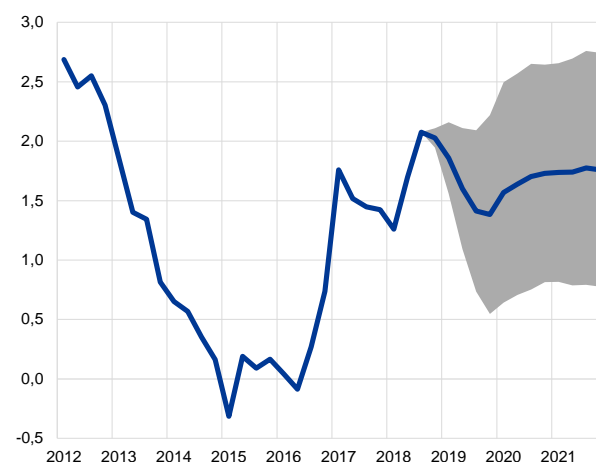
PIB real în zona euro²⁾

(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/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

2

Prețuri și costuri

Se anticipează că inflația IAPC a înregistrat un nivel maxim în trimestrul III 2018 și că se va diminua până la sfârșitul anului 2019, după care se va consolida treptat pentru restul orizontului de proiecție. Se estimează că ratele actuale ridicate ale componentei „produse energetice” a inflației IAPC, induse de creșterea anterioară puternică a prețurilor petrolului, vor scădea semnificativ pe parcursul orizontului de proiecție, dat fiind profilul ușor descrescător al curbei cotațiilor *futures* ale petrolului. Se preconizează că, pe parcursul orizontului de proiecție, componenta „alimente” a inflației IAPC va fi relativ constantă, situându-se, în medie, la 1,9%. Se previzionează intensificarea graduală a presiunilor inflaționiste la nivelul inflației de bază pe seama ameliorării poziției ciclice a economiei și a dinamizării câștigurilor salariale. În mod deosebit, constrângerile tot mai mari la nivelul ofertei de forță de muncă în unele țări sunt estimate a determina un ritm mai alert al majorării câștigurilor salariale. Se așteaptă ca evoluția prețurilor externe, printre alți factori, să genereze în continuare anumite presiuni în sensul creșterii asupra inflației de bază, în contextul în care majorările anterioare ale prețurilor petrolului afectează indirect inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente. În ansamblu, inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente va crește, conform proiecțiilor, la 1,8% în anul 2021.

Se preconizează o revigorare vizibilă a dinamicii salariale pe parcursul orizontului de proiecție, pe fondul înăspririi în continuare a condițiilor pe piețele forței de muncă și al estompării factorilor care au inhibat creșterea câștigurilor salariale în unele țări în ultimii ani. Conform proiecțiilor, ritmul de creștere a remunerării pe salariat se va majora considerabil, de la 2,2% în anul 2018 la 2,7% în 2021.⁴ Principalul determinant al dinamizării câștigurilor salariale este ameliorarea preconizată în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă în zona euro, pe fondul creșterii gradului de tensionare a pieței forței de muncă, precum și al deficitelor evidente la nivelul ofertei de forță de muncă în unele părți ale zonei euro. În concordanță cu poziția ciclică a economiei, consolidarea dinamicii remunerării pe salariat este estimată a fi susținută de o creștere mai robustă a salariilor negociate. Dincolo de dinamica ciclică, se poate aștepta ca accelerarea semnificativă recentă a inflației totale să contribuie la creșterea mai alertă a câștigurilor salariale în țările din zona euro în care procesele de stabilire a salariilor includ elemente retrospective. În plus, efectele de inhibare a creșterii salariale generate de factori asociați crizei, precum necesitatea temperării majorărilor salariale în vederea redobândirii competitivității prin preț în unele țări și modificările salariale reprimite din cauza rigidității la scădere a salariilor nominale în perioada crizei, 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, în timp ce unele țări au introdus majorări ale salariilor minime care s-ar putea propaga la nivelul distribuției salariilor.

Se preconizează o evoluție mai favorabilă a marjelor de profit pe parcursul orizontului de proiecție decât în 2018. Evoluțiile mai modeste ale marjelor de profit în 2018 reflectă îndeosebi deteriorarea recentă a raportului de schimb, dar și o anumită pierdere de ritm la nivelul dinamicii ciclice. Perspectivele mai favorabile pentru marjele de profit după anul 2018 reflectă evoluția pozitivă estimată a poziției firmelor în procesul de stabilire a prețurilor.

Se estimează că presiunile din surse externe asupra prețurilor se vor menține la valori pozitive, dar vor cunoaște o ușoară moderare pe parcursul orizontului de proiecție. Ritmul anual de creștere a deflatorului importurilor este preconizat a se modera după anul 2018. Această evoluție reflectă unele efecte inhibitoare generate de traiectoria ușor descendentă a prețurilor petrolului rezultată din ipoteze, estimându-se o majorare a prețurilor materiilor prime nepetroliere și o intensificare a presiunilor inflaționiste la nivelul inflației de bază pe plan mondial pe parcursul orizontului de proiecție.

Comparativ cu proiecțiile din luna septembrie 2018, proiecția pentru inflația IAPC a fost revizuită în sens descendent pentru anul 2019. Traiectoria inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente este ușor mai scăzută, având

⁴ Încetinirea temporară a dinamicii remunerării pe salariat în 2019 reflectă implementarea unei măsuri fiscale în Franța, și anume conversia unei deduceri fiscale (*Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE) într-o reducere permanentă a contribuțiilor angajatorilor la asigurările sociale. Întrucât atenuarea 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.

În vedere perspectivele relativ mai modeste ale creșterii economice și salariilor. În ceea ce privește inflația IAPC totală, revizuirea inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente este potențată de revizuirile în sens descendent ale componentei „produse energetice” pentru anul 2019, dar compensată de revizuirile în sens ascendent ale componentei „produse energetice” pentru anul 2020. Aceste revizuiți ale componentei „produse energetice” urmează, în linii mari, modificările ipotezelor referitoare la prețurile petrolului, care au fost revizuite în sens descendent pe termen scurt, dar care prezintă actualmente o pantă descendentă mai lină comparativ cu exercițiul anterior.

3 Perspectivele fiscale

Conform proiecțiilor, orientarea politicii fiscale în zona euro va fi în linii mari neutră în anul 2018, ușor relaxată în anii 2019 și 2020 și, din nou, neutră în 2021. Orientarea politicii fiscale este măsurată ca variație a soldului primar ajustat ciclic după excluderea asistenței din fonduri publice acordate sectorului financiar. În anul 2019, contribuția principală la relaxarea orientării politicii fiscale derivă din reduceri ale impozitelor directe și ale contribuțiilor la asigurările sociale, precum și din amplificarea transferurilor în unele țări. În 2020, la această relaxare contribuie, deși într-o măsură mai redusă decât în 2019, noile reduceri ale impozitelor directe și ale contribuțiilor la asigurările sociale, precum și creșterea încă relativ puternică a cheltuielilor în unele țări.

Conform proiecțiilor, după o îmbunătățire în 2018, soldul bugetar al zonei euro va consemna o relativă deteriorare în perioada 2019-2021, în timp ce ponderea datoriei în PIB se menține pe o pantă descendentă. Adâncirea deficitului bugetar se datorează unei deteriorări a soldului primar ajustat ciclic. Aceasta este parțial compensată de un declin marginal al cheltuielilor cu dobânzile, determinat de înlocuirea datoriei vechi, la costuri ridicate, cu o datorie nouă, la rate ale dobânzilor mai scăzute, componenta ciclică menținându-se, în linii mari, nemodificată. Pantă descendentă a ponderii datoriei publice în PIB este sprijinită de solduri primare pozitive și de un diferențial favorabil între rata dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB. Comparativ cu proiecțiile publicate în luna septembrie 2018, perspectivele privind deficitul bugetar s-au deteriorat ca urmare a unui sold primar mai puțin favorabil, în timp ce ponderea datoriei în PIB a fost revizuită în sens ușor ascendent ca urmare a scăderii soldurilor primare și a revizuirii în sens ascendent a datelor istorice.

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) Traectorii alternative ale prețurilor petrolului

Această analiză a sensibilității vizează evaluarea implicațiilor traectoriilor alternative ale prețurilor petrolului. Ipotezele tehnice privind evoluțiile prețurilor petrolului care fundamentează proiecțiile de bază, construite pornind de la cotațiile *futures* ale petrolului, anticipează un profil ușor descendent al cotațiilor petrolului, prețul țiteiului Brent situându-se la circa 66 USD/baril la sfârșitul anului 2021. Sunt analizate două traectorii alternative ale prețurilor petrolului. Prima se bazează pe cea de-a 25-a percentilă inferioară a distribuției, care are la bază densitățile implicite calculate folosind opțiuni pentru prețul petrolului la 21 noiembrie 2018. Această traectorie implică o scădere treptată a prețului petrolului la 48,8 USD/baril în anul 2021, cu 25,9% sub nivelul proiecției de bază pentru anul respectiv. Pe baza mediei rezultatelor unei serii de modele macroeconomice elaborate de experți, această traectorie ar avea unele efecte în sensul creșterii asupra dinamicii PIB real, în timp ce rata inflației IAPC ar fi mai redusă cu 0,5 puncte procentuale în 2019, cu 0,4 puncte procentuale în 2020 și cu 0,2 puncte procentuale în 2021. Cea de-a doua traectorie are la bază cea de-a 25-a percentilă superioară a aceleiași distribuții și implică o creștere a prețului petrolului la aproximativ 83 USD/baril în anul 2021, cu 25,9% peste nivelul proiecției de bază pentru anul respectiv. Această traectorie ar implica un avans mai rapid al inflației IAPC, cu 0,5 puncte procentuale în 2019, cu 0,4 puncte procentuale în 2020 și cu 0,2 puncte procentuale în 2021, în timp ce dinamica PIB real ar înregistra o relativă încetinire în perioada 2019-2021.

2) O traectorie alternativă a cursului de schimb

Această analiză a sensibilității vizează efectele aprecierii monedei euro. 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 21 noiembrie 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 1,34 USD/EUR în anul 2021, cu 18,5% 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 0,3 puncte procentuale în 2019, cu 0,6 puncte procentuale în 2020 și cu 0,2 puncte procentuale în 2021. Rata inflației IAPC ar fi mai redusă cu 0,3 puncte procentuale în 2019 și cu 0,6-0,7 puncte procentuale în anii 2020 și 2021.

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 mare parte, 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	2021	2018	2019	2020	2021
Proiecțiile experților Eurosistemului	Decembrie 2018	1,9	1,7	1,7	1,5	1,8	1,6	1,7	1,8
		[1,8 - 2,0]	[1,1 - 2,3]	[0,8 - 2,6]	[0,5 - 2,5]	[1,8 - 1,8]	[1,1 - 2,1]	[0,9 - 2,5]	[0,9 - 2,7]
Comisia Europeană	Noiembrie 2018	2,1	1,9	1,7	-	1,8	1,8	1,6	-
OCDE	Noiembrie 2018	1,9	1,8	1,6	-	1,8	1,9	1,9	-
Barometrul zonei euro	Noiembrie 2018	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7
Previțiunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	Noiembrie 2018	2,0	1,7	1,4	1,4	1,8	1,7	1,7	1,8
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	Octombrie 2018	2,0	1,8	1,6	-	1,7	1,7	1,7	-
FMI	Octombrie 2018	2,0	1,9	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9

Sursa: Previțiunile economice europene ale Comisiei Europene, toamna anului 2018; *IMF World Economic Outlook*, octombrie 2018; *OECD Economic Outlook*, noiembrie 2018; previziunile *Consensus Economics Forecasts*, noiembrie 2018; cifrele pentru anii 2020 și 2021 aferente *Consensus Economics* sunt preluate din sondajul referitor la prognozele pe termen lung din octombrie 2018; *MJEconomics for the Euro Zone Barometer*, noiembrie 2018; cifrele pentru anii 2020 și 2021 aferente *Euro Zone Barometer* sunt preluate din sondajul referitor la prognozele pe termen lung din octombrie 2018; și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*), octombrie 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-18-002-RO-N (pdf)