



Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE, martie 2018¹

Potrivit proiecțiilor, expansiunea activității economice în zona euro va fi în continuare robustă, ritmurile de creștere menținându-se peste potențial. Se anticipează că dinamica PIB real se va reduce de la 2,5% în anul 2017 la 1,7% în 2020² pe măsura disipării lente a efectelor unor factori favorabili. Se așteaptă ca inflația IAPC să se intensifice la 1,7% în anul 2020, susținută de creșterea graduală a inflației de bază, pe fondul unor constrângeri mai acute generate de capacitățile de producție.

1

Economia reală

Indicatori foarte favorabili sugerează o dinamică în continuare robustă a PIB real pe termen scurt.

Potrivit celor mai recente date publicate de Eurostat, în trimestrul IV 2017 PIB real a înregistrat o creștere de 0,6%, ca urmare a contribuțiilor pozitive atât din partea cererii interne, îndeosebi a cheltuielilor cu investițiile în mijloace fixe, cât și a schimburilor comerciale nete. Condițiile pe piața forței de muncă au continuat să se amelioreze, rata șomajului reducându-se la 8,6% în luna ianuarie 2018, cel mai scăzut nivel înregistrat de la sfârșitul anului 2008. Creșterea PIB real este proiectată să se mențină robustă în semestrul I 2018, în concordanță cu nivelurile foarte ridicate ale încrederii sectorului corporativ și a consumatorilor.

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 dinamica investițiilor în obiective rezidențiale ar trebui să

¹ Aceste proiecții macroeconomice ale experților BCE 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 13 februarie 2018 (Caseta 1). Data-limită pentru includerea altor informații în cadrul acestui exercițiu a fost 19 februarie 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.

beneficieze de îmbunătățirea în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă și de creșterea avuției nete a gospodăriilor populației. Totodată, investițiile corporative vor continua să se redreseze, reflectând și consolidarea marjelor de profit în contextul creșterii presiunilor din partea cererii. 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.

Tabelul 1
Proiecții macroeconomice pentru zona euro¹⁾

(variații procentuale anuale)

	Martie 2018				Decembrie 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB real	2,5	2,4	1,9	1,7	2,4	2,3	1,9	1,7
		[2,1 - 2,7] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[2,3 - 2,5] ²⁾	[1,7 - 2,9] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾
Consumul privat	1,9	1,7	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,5
Consumul administrațiilor publice	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Formarea brută de capital fix	3,7	4,4	3,4	2,8	4,4	4,3	3,4	2,9
Exporturi ³⁾	5,2	5,3	4,1	3,8	5,0	5,1	4,1	3,7
Importuri ³⁾	4,6	5,1	4,5	4,0	5,1	5,2	4,4	3,9
Ocuparea forței de muncă	1,7	1,4	1,1	0,8	1,7	1,3	1,0	0,8
Rata șomajului (% din forța de muncă)	9,1	8,3	7,7	7,2	9,1	8,4	7,8	7,3
IAPC	1,5	1,4	1,4	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7
		[1,1 - 1,7] ²⁾	[0,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[1,5 - 1,5] ²⁾	[0,9 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾
IAPC exclusiv produse energetice	1,2	1,2	1,6	1,9	1,2	1,3	1,6	1,9
IAPC exclusiv produse energetice și alimente	1,0	1,1	1,5	1,8	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	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
Costul unitar cu forța de muncă	0,8	1,1	1,2	1,8	0,9	1,2	1,1	1,8
Remunerarea pe salariat	1,6	2,2	2,0	2,7	1,7	2,1	1,9	2,7
Productivitatea muncii	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Soldul bugetului general consolidat (% din PIB)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Soldul bugetar structural (% din PIB) ⁵⁾	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0
Datoria publică brută (% din PIB)	86,7	84,4	82,1	79,7	87,0	85,1	83,1	80,7
Soldul contului curent (% din PIB)	3,7	4,2	4,3	4,5	3,1	2,9	2,7	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 tranzitorii ale ciclului economic și măsurile temporare adoptate de autoritățile guvernamentale (pentru abordarea SEBC, a se vedea *Working Paper Series*, nr. 77, BCE, septembrie 2001 și *Working Paper Series*, nr. 579, BCE, ianuarie 2007). Proiecția soldului structural nu este derivată dintr-o măsură agregată a deviației PIB de la nivelul potențial. Potrivit metodologiei SEBC, componentele ciclice se calculează separat pentru diferitele elemente de venituri și cheltuieli. Pentru mai multe detalii, a se vedea casetele intitulată „Cyclical adjustment of the government budget balance” (Buletinul lunar al BCE – martie 2012) și „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” (Buletinul lunar al BCE – septembrie 2014).

Cu toate acestea, se anticipează o ușoară încetinire a creșterii PIB real pe parcursul orizontului de proiecție, pe măsura disipării treptate a efectelor mai multor factori favorabili. Se preconizează că impactul măsurilor de politică monetară adoptate anterior se va reduce progresiv în cadrul orizontului de proiecție. Majorarea economiilor în scop preventiv și încetinirea creșterii gradului de ocupare a forței de muncă, parțial ca urmare a unor deficite de forță de muncă tot mai constrângătoare în unele țări, ar putea atenua ritmul de creștere a cheltuielilor de consum. Conform proiecțiilor, aprecierea puternică a euro începând cu luna aprilie 2017 și decelerarea avansului cererii externe adresate zonei euro vor tempera dinamica exporturilor.

Dinamica veniturilor disponibile reale se va menține robustă. Potrivit proiecțiilor, contribuția din partea câștigurilor salariale brute la dinamica veniturilor disponibile nominale va rămâne, în general, nemodificată pe parcursul orizontului de proiecție, pe măsură ce majorarea mai substanțială a salariilor nominale compensează impactul încetinerii ritmului de creștere a gradului de ocupare a forței de muncă. Conform proiecțiilor, creșterea altor venituri personale se va consolida, reflectând evoluțiile pozitive ale profiturilor și veniturilor din proprietate. Se estimează că dinamica veniturilor disponibile reale se va intensifica în 2018 și 2019, urmând să se reducă în 2020, pe fondul consolidării inflației măsurate prin prețurile de consum.

Expansiunea consumului privat va rămâne favorabilă. Nivelurile foarte ridicate 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. Pe termen mediu însă se proiectează că ritmul de creștere a consumului privat va deveni relativ mai lent decât dinamica veniturilor disponibile reale, dată fiind probabila reorientare, într-o măsură tot mai mare, a veniturilor gospodăriilor populației către economisire.

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. Deși au influențat atât încasările din dobânzi, cât și plățile de dobânzi ale gospodăriilor populației, ratele scăzute ale dobânzilor tind să redistribuie resursele de la creditorii neți la debitorii neți. Întrucât aceștia din urmă au, de regulă, o înclinație marginală mai pronunțată spre consum, această redistribuire ar trebui să sprijine consumul privat agregat. În plus, creșterea avuției 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 redus în ultima perioadă, reflectând cu precădere ameliorarea situației economice și financiare a gospodăriilor populației, precum și impactul ratelor foarte scăzute ale dobânzilor asupra înclinației acestora spre economisire. Conform proiecțiilor, rata de economisire va înregistra o creștere pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând redresarea anticipată a economiilor în scop preventiv, în contextul unei moderări a expansiunii ciclice, și contribuția sporită din partea dinamicii altor venituri decât cele din muncă. 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 decembrie 2017, ipotezele tehnice includ aprecierea mai puternică a euro, în special față de dolarul SUA, precum și niveluri mai ridicate ale prețurilor petrolului și ale ratelor dobânzilor. Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței, data-limită pentru includerea ultimelor informații fiind 13 februarie 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, -0,1% în anul 2019 și 0,4% 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 1,3% în anul 2018, 1,6% în 2019 și 1,9% în 2020.³ Comparativ cu proiecțiile din luna decembrie 2017, anticipațiile pieței privind ratele dobânzilor pe termen scurt au fost revizuite în sens ascendent cu 10 și 30 puncte de bază în 2019 și, respectiv, 2020, iar cele aferente ratelor dobânzilor pe termen lung au fost revizuite în sens ascendent cu circa 20 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 13 februarie 2018, se anticipează că prețul țițeiului Brent se va majora de la 54,4 USD/baril în anul 2017 la 65,0 USD/baril în 2018 și se va reduce la 61,2 USD/baril în 2019 și 58,3 USD/baril în 2020. Această traiectorie implică faptul că prețurile în dolari SUA ale petrolului sunt mai ridicate cu 5,5% în 2018, cu 3,8% în 2019 și cu 1,7% în 2020, comparativ cu proiecțiile din luna decembrie 2017. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice vor continua să se majoreze 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 neschimbate pe parcursul orizontului de proiecție, la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni anterioară datei-limită de 13 februarie 2018. Această ipoteză presupune un curs de schimb mediu de 1,23 USD/EUR în anul 2018 și de 1,24 USD/EUR în perioada 2019-2020, față de 1,17 USD/EUR în proiecțiile din luna decembrie 2017. Cursul de schimb efectiv al euro (față de 38 de parteneri comerciali) este cu 1,6% superior celui sugerat de proiecțiile din luna decembrie 2017.

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.

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

Ipoze tehnice

	Martie 2018				Decembrie 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	1,0	1,3	1,6	1,9	1,1	1,1	1,4	1,7
Prețul petrolului (în USD/baril)	54,4	65,0	61,2	58,3	54,3	61,6	58,9	57,3
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	7,9	7,4	3,2	4,5	7,9	3,3	3,4	4,3
Cursul de schimb USD/EUR	1,13	1,23	1,24	1,24	1,13	1,17	1,17	1,17
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE38) (variații procentuale anuale)	2,2	4,5	0,1	0,0	2,2	2,8	0,0	0,0

Potrivit proiecțiilor, redresarea investițiilor în obiective rezidențiale va continua. Investițiile în obiective rezidențiale au consemnat o creștere puternică în ultimele trimestre, fiind susținute de condițiile favorabile de finanțare și de intensificarea dinamicii veniturilor asociată creării în continuare de locuri de muncă. În plus, procesele de ajustare în sens descendent pe piețele imobiliare rezidențiale par să se fi încheiat în mai multe țări din zona euro. Potrivit sondajelor, populația intenționează, într-o măsură din ce în ce mai mare, să cumpere sau să construiască o locuință ori să demareze lucrări de îmbunătățire a locuinței în următorii doi ani. Principalele condiții pentru continuarea redresării investițiilor în obiective rezidențiale se mențin pe parcursul orizontului de proiecție. Cu toate acestea, se anticipează o ușoară pierdere de ritm, reflectând faza de maturitate a ciclului imobiliar și atenuarea impactului stimulentele fiscale în unele țări, precum și 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 se menține foarte ridicată pe seama anticipațiilor foarte favorabile privind producția și a numărului de comenzi; gradul de utilizare a capacităților de producție continuă să se intensifice rapid și se apropie de nivelul maxim din perioada anterioară crizei; potrivit anticipațiilor, condițiile de finanțare vor rămâne deosebit de favorabile pe parcursul orizontului de proiecție; și se anticipează creșterea marjelor de profit, în contextul unui nivel deja ridicat al lichidității în sectorul societăților nefinanciare. De asemenea, redresarea puternică a prețurilor acțiunilor consemnată în ultimii ani (în pofida unei corecții modeste) 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 nivelurile din perioada anterioară crizei. 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

Ritmul expansiunii economiei mondiale s-a consolidat în semestrul II 2017, în condițiile unei creșteri mai generalizate a activității economice și a schimburilor comerciale. Datele disponibile și indicatorii din sondaje relevă o creștere globală susținută pe termen scurt, în contextul unui nivel al indicelui compozit global aferent anchetei în rândul directorilor de achiziții (*Purchasing Managers Index – PMI*) (exceptând zona euro) apropiat de media sa pe termen lung. Condițiile de pe piețele financiare internaționale sunt în continuare acomodative, în pofida majorărilor consemnate de ratele dobânzilor la nivel global de la începutul anului 2018. Ratele dobânzilor pe termen lung au crescut în SUA, iar piețele internaționale de acțiuni au înregistrat un declin puternic în luna februarie, gradul de volatilitate sporind de asemenea. Privind în perspectivă, creșterea activității economice globale este așteptată a se menține, în linii mari, stabilă, însă inferioară ritmurilor de creștere potențială consemnate în perioada anterioară crizei. Perspectivele economiilor dezvoltate presupun o expansiune robustă, activitatea economică fiind stimulată pe termen scurt de recenta reformă fiscală din SUA. Ulterior, se preconizează că ritmul creșterii economice va cunoaște o încetinire ușoară, pe măsură ce redresarea ajunge în faza de maturitate, iar deviația PIB de la nivelul potențial devine treptat pozitivă. În economiile de piață emergente, perspectivele sunt susținute de revirimentul înregistrat în țările exportatoare de materii prime, îndeosebi Brazilia și Rusia, și de creșterea economică rezilientă din India și China. Se previzionează o expansiune a activității economice mondiale (exceptând zona euro) cu 4,1% în 2018, urmată de o încetinire moderată până la 3,7% în 2020. Comparativ cu proiecțiile din luna decembrie 2017, ritmul de creștere a PIB mondial este revizuit în sens ascendent pentru intervalul 2017-2019, reflectând în principal impactul favorabil al pachetului de măsuri fiscale din SUA.

Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

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

1) Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

După ce a înregistrat o creștere deosebit de puternică în semestrul I 2017, se anticipează că dinamica schimburilor comerciale internaționale se va menține robustă în trimestrele următoare, în concordanță cu indicatorii favorabili privind schimburile comerciale internaționale. Pe termen mediu, se preconizează că perspectivele schimburilor comerciale vor fi, într-o măsură mai mare, în concordanță cu perspectivele activității economice globale (ancorate la o elasticitate a schimburilor comerciale în raport cu dinamica PIB mondial de aproximativ 1). Se estimează că cererea externă adresată zonei euro se va majora cu 5,5% în anul 2017, 4,7% în 2018, 4,1% în 2019 și 3,6% în 2020. Comparativ cu proiecțiile din luna decembrie 2017, cererea externă adresată zonei euro a făcut obiectul unei revizuirii în sens ascendent, reflectând cu precădere impactul pozitiv al reformei fiscale din SUA, anticipată a stimula cererea de importuri în Statele Unite.

Caseta 3

Factorii determinanți ai perspectivelor schimburilor comerciale internaționale

După o perioadă prelungită de trenare, dinamica schimburilor comerciale internaționale a consemnat o redresare în ultimele 18 luni. Importurile globale au crescut cu 5,5% în anul 2017, cu mult peste media înregistrată în intervalul 2012-2016. De asemenea, ritmul de creștere a importurilor globale a depășit expansiunea activității economice la nivel mondial, ceea ce implică o creștere a elasticității schimburilor comerciale internaționale în raport cu veniturile. Deși cea mai recentă consolidare a schimburilor comerciale internaționale pare să reflecte, parțial, o serie de factori conjuncturali specifici, îndeosebi dinamizarea puternică a schimburilor comerciale în unele economii emergente din Asia, precum și volatilitatea inerentă a datelor referitoare la comerțul mondial, revirimentul comerțului internațional din ultimul an pare să fie generalizat la nivelul regiunilor. În afară de cinci dintre ele, toate cele 32 cele mai mari economii ale lumii au consemnat o majorare a importurilor în 2017 față de media perioadei anterioare de cinci ani.

Redresarea ciclică a activității economice globale, în special a investițiilor, a contribuit la revirimentul schimburilor comerciale. După evoluțiile modeste din ultimii ani, activitatea economică globală a prezentat indiciile unei redresări ciclice. Un aspect mai important pentru schimburile comerciale internaționale constă în faptul că investițiile, o componentă a cererii care presupune un volum relativ ridicat de importuri, au atins niveluri foarte scăzute la începutul anului 2016 (atunci când dinamica schimburilor comerciale mondiale a înregistrat nivelul minim), iar în ultimele trimestre s-au majorat considerabil, apropiindu-se de media consemnată în perioada pre-criză. Avântul activității economice și al investițiilor reflectă o serie de factori: politicile din economiile dezvoltate au avut un rol de susținere tot mai puternic, în condițiile relaxării constrângerilor bugetare și ale menținerii unei politici monetare deosebit de acomodative. O contribuție a venit și condițiilor favorabile de finanțare, pe fondul îmbunătățirii semnificative a încrederii. Totodată, prețurile stabile sau în creștere ale materiilor prime au sprijinit investițiile în economiile exportatoare de materii prime, după declinul puternic consemnat de acestea ca urmare a deteriorării accentuate a raportului de schimb al țărilor respective după anul 2014.

Modelele cererii de importuri specifice fiecărei țări susțin rolul investițiilor ca determinant al evoluțiilor recente ale schimburilor comerciale internaționale. Estimările pe baza modelelor standard ale cererii de importuri pentru 19 țări, reprezentând 75% din importurile globale, confirmă concluzia potrivit căreia revirimentul a fost sprijinit parțial de avansul cererii globale de investiții. O altă explicație pentru consolidarea recentă a dinamicii schimburilor comerciale, de asemenea relevată de modele, constă în caracterul puternic prociclic al elasticității schimburilor comerciale în raport cu veniturile: în fazele ascendente ale ciclului economic, când expansiunea activității este mai rapidă decât cea a trendului PIB, elasticitatea respectivă tinde, de asemenea, să crească. Această interpretare este în concordanță cu experiențele anterioare: odată cu redresarea activității economice globale după evoluțiile modeste din 2015 și 2016, schimburile comerciale internaționale s-au majorat într-un ritm chiar mai alert, respectiv elasticitatea schimburilor comerciale în raport cu veniturile a crescut vizibil.

Se anticipează că factorii care au favorizat revirimentul consemnat recent de elasticitatea schimburilor comerciale în raport cu veniturile se vor estompa pe parcursul orizontului de proiecție. Conform proiecțiilor privind investițiile la nivel global, expansiunea acestora va continua într-un ritm modest, pe măsură ce redresarea economică ajunge la faza de maturitate, capacitățile de producție neutilizate se reduc și activitatea economică globală se temperează. În plus, se preconizează o decelerare a expansiunii economice pe plan mondial. Prin urmare, se anticipează

că elasticitatea schimburilor comerciale în raport cu veniturile se va reduce, atât pe fondul traiectoriei mai modeste a dinamicii investițiilor, cât și pe seama caracterului său prociclic, în condițiile încetinirii creșterii la nivel global. Astfel, se estimează că dinamica importurilor va evolua, într-o măsură mai mare, în tandem cu activitatea economică spre finele orizontului de proiecție. Această evoluție este în concordanță cu datele care indică o atenuare, în perioada post-criză, a factorilor structurali pe termen mai lung care determinaseră anterior creșterea schimburilor comerciale internaționale într-un ritm mai alert decât cel al expansiunii activității economice mondiale, un exemplu notabil în acest sens fiind extinderea rapidă a lanțurilor globale de valoare adăugată.⁵

Potrivit proiecțiilor, dinamica exporturilor în afara zonei euro va fi inhibată de recenta apreciere a euro. După avansul robust din a doua jumătate a anului 2017, se preconizează că exporturile în afara zonei euro vor crește într-un ritm mai lent comparativ cu cererea externă adresată zonei euro pe fondul recente aprecieri a euro, ceea ce implică anumite pierderi la nivelul cotelor de piață ale exporturilor. Se estimează că importurile din afara zonei euro vor beneficia de evoluțiile pozitive ale cererii interne și de aprecierea euro. Conform proiecțiilor, dinamica importurilor se va reduce într-o măsură mai mică decât cea a exporturilor, având ca rezultat o contribuție ușor negativă din partea schimburilor comerciale nete la creșterea economică pe parcursul anului 2018 și o contribuție neutră ulterior.

Conform prognozelor, ocuparea forței de muncă va consemna o atenuare a ritmului de creștere. În trimestrul III 2017, numărul de persoane ocupate din zona euro a crescut cu 0,4% și se estimează majorarea în continuare a acestuia în ultimul trimestru al anului. Intensificarea recentă a dinamicii populației ocupate s-a generalizat la nivelul țărilor, iar sondajele anticipative relevă menținerea unei dinamici robuste pe termen scurt. Ulterior, ocuparea forței de muncă va consemna o ușoară pierdere de ritm, întrucât se estimează că impactul unor factori temporari favorabili (cum ar fi stimulentele fiscale din unele țări) se va disipa treptat, iar populația ocupată în sectorul public va scădea în unele țări.

Se estimează că dinamica forței de muncă va fi tot mai mult inhibată de deficitele 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, se prognozează estomparea treptată a acestor efecte pozitive pe parcursul orizontului de proiecție, ca urmare a impactului unor evoluții demografice tot mai nefavorabile. Aceasta contribuie, de asemenea, la încetinirea ritmului de creștere a ocupării forței de muncă în 2019 și 2020.

Conform proiecțiilor, rata șomajului va scădea la 7,2% în 2020. În luna ianuarie 2018, rata șomajului s-a redus la 8,6%, cel mai scăzut nivel consemnat din ultima parte a anului 2008. Privind în perspectivă, numărul șomerilor este prognozat

⁵ A se vedea, de asemenea, Sistemul European al Băncilor Centrale, Grupul operativ al Comitetului de relații internaționale, „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?”, *Occasional Paper Series*, nr. 178, BCE, 2016.

a se diminua considerabil în continuare, apropiindu-se de nivelul minim atins înainte de criză.

Reflectând tiparul său ciclic, creșterea productivității muncii va fi mai ridicată decât în anii anteriori. Dinamica productivității muncii s-a intensificat în anul 2017, în condițiile în care stimulul temporar menționat anterior în privința ocupării forței de muncă a început să se diminueze. Privind în perspectivă, 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 va fi, în linii mari, robustă pe parcursul orizontului de proiecție. Totuși, în intervalul 2019-2020, se preconizează că aceasta va fi ușor inferioară mediei de 1,0% din perioada pre-criză.

Se anticipează că dinamica PIB real se va menține peste nivelurile creșterii potențiale până în 2020. Se estimează o ușoară accelerare a creșterii PIB potențial în ultimii ani, susținută de contribuțiile mai favorabile din partea capitalului, a forței de muncă 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 revină, în linii mari, la ritmurile înregistrate în perioada imediat 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 decembrie 2017, perspectivele privind creșterea PIB real au fost revizuite în sens ascendent pentru anul 2018 și se mențin nemodificate pentru perioada 2019-2020. Revizuirea în sens ascendent pentru anul 2018 se datorează în principal încrederii mai mari a sectorului corporativ și a consumatorilor decât se estimase anterior, ceea ce implică un ritm mai rapid de creștere economică, la care se adaugă revizuirile în sens ascendent ale cererii externe. Ulterior, se anticipează că impactul pozitiv exercitat de ritmul mai rapid de creștere economică va fi compensat, în linii mari, de impactul nefavorabil atât al recente aprecieri a euro asupra exporturilor în afara zonei euro, cât și al majorării ratelor dobânzilor pe termen lung.

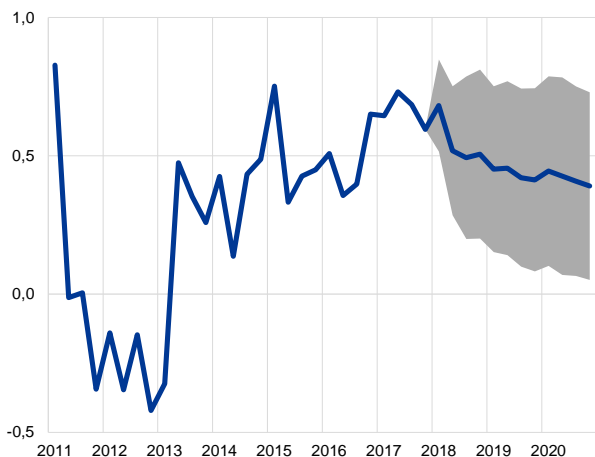
Graficul 1

Proiecții macroeconomice¹⁾

(date trimestriale)

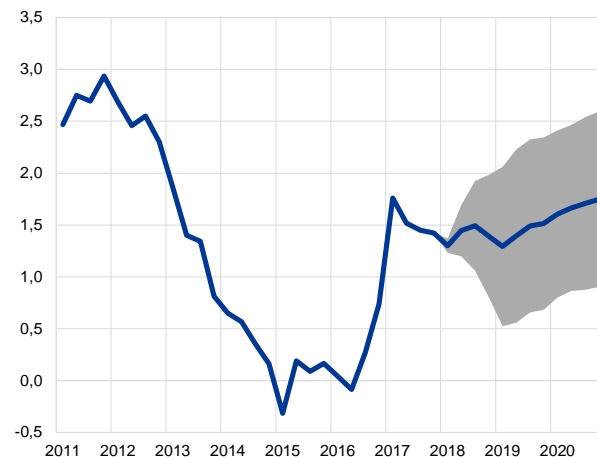
PIB real în zona euro²⁾

(variații procentuale trimestriale)



Inflația IAPC în zona euro

(variații procentuale anuale)



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

2) Date ajustate cu numărul zilelor lucrătoare.

2

Prețuri și costuri

Se anticipează că inflația IAPC va crește numai către sfârșitul orizontului de proiecție, estimându-se că avansul inflației de bază va fi, în linii mari, compensat de declinul înregistrat de componenta „produse energetice” a inflației IAPC în anii 2018 și 2019. Se preconizează că rata inflației IAPC se va situa, în medie, la 1,4% în anii 2018 și 2019 și va crește la 1,7% în anul 2020. În structură, 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, începând cu sfârșitul anului 2018 aceasta ar trebui să înregistreze o scădere pronunțată, atingând rate în jurul valorii 0 la jumătatea anului 2019. Traectoria plată a prețurilor produselor energetice incluse în inflația IAPC începând cu jumătatea anului 2019 reflectă combinația dintre un tipar descrescător al curbei cotațiilor *futures* ale petrolului și efectele în sensul creșterii generate de taxele pe produsele energetice. Se preconizează o revigorare moderată a componentei „alimente” a inflației IAPC pe parcursul orizontului de proiecție, susținută de creșterile estimate ale prețurilor materiilor prime alimentare pe piețele internaționale și de efectele în sensul creșterii provenite din majorările taxelor pe produsele din tutun. Conform proiecțiilor, presiunile inflaționiste la nivelul inflației de bază se vor intensifica pe fondul avansului economiei într-un ritm peste potențial și al lărgirii excedentului de cerere agregată. În special, înăsprirea condițiilor pe piața forței de muncă, cu constrângeri semnificative la nivelul ofertei de forță de muncă în unele țări, va determina majorarea câștigurilor salariale, iar aceste creșteri ale costurilor ar trebui să fie transferate la nivelul

prețurilor în contextul actual marcat de o creștere economică puternică. Se așteaptă ca majorările recente ale prețurilor petrolului și creșterile estimate ale prețurilor materiilor prime non-energetice să genereze efecte indirecte temporare în sensul creșterii asupra inflației de bază. Deși se preconizează că va avea un impact în sensul scăderii asupra inflației, aprecierea recentă a euro ar trebui să fie contrabalansată într-o anumită măsură de ritmul robust de creștere înregistrat în prezent în zona euro, dată fiind poziția mai puternică a firmelor din zona euro în procesul de stabilire a prețurilor. În ansamblu, inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente este proiectată să crească treptat la 1,8% în anul 2020.

Se estimează o revigorare pronunțată a dinamicii salariale pe parcursul orizontului de proiecție, pe fondul înăsprii 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. 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.⁶ Se anticipează că dinamica costurilor unitare cu forța de muncă se va intensifica într-o măsură similară dinamicii remunerării pe salariat (de la 0,8% în 2017 la 1,8% în 2020), 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, pe fondul înăsprii condițiilor pe piața forței de muncă și al deficitelor semnificative de forță de muncă în unele părți ale zonei euro. 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 dinamizarea câștigurilor salariale în țările din zona euro în care procesele de stabilire a salariilor includ elemente retrospective privind indexarea sau anticipațiile. În plus, factorii asociați crizei care au inhibat creșterea salarială, cum ar fi necesitatea temperării majorărilor salariale în vederea redobândirii competitivității prin preț în unele țări în perioada ulterioară crizei și constrângerile salariale care au fost reprimite în perioada crizei din cauza rigidității la scădere a salariilor nominale, ar trebui să își reducă treptat influența în contextul continuării și extinderii revirimentului economic în țările din zona euro. În unele țări, se va estompa impactul inhibitor asupra salariilor exercitat de măsurile care reduc contribuțiile la asigurările sociale, pe fondul expirării graduale a acestora în următorii ani și se estimează că vor înceta măsurile de înghețare a salariilor în sectorul public.

Se preconizează că marjele de profit se vor majora în prima parte a orizontului de proiecție într-un ritm relativ mai alert decât cel consemnat pe parcursul anului precedent. Marjele de profit au început recent să se consolideze într-un mod mai robust, reflectând evoluții mai puțin nefavorabile ale raportului de schimb, precum și ameliorări ciclice la nivelul economiei. Se așteaptă ca aceste ameliorări să continue în contextul expansiunii economice în curs. Totuși, se estimează că

⁶ 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.

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, îndeosebi către finalul orizontului de proiecție.

Inflația măsurată prin prețurile de import a înregistrat o revigorare în 2017 și se așteaptă ca aceasta să se mențină pozitivă pe parcursul orizontului de proiecție, deși la un nivel mai moderat decât cel consemnat recent. Creșterea mai degrabă robustă a prețurilor de import în 2017 reflectă revirimentul prețurilor petrolului în special, precum și evoluțiile la nivelul prețurilor materiilor prime non-energetice. Temperarea dinamicii prețurilor de import consemnată după anul 2017 este, de asemenea, asociată cu perspectivele modeste estimate ale prețurilor petrolului, dar și cu evoluțiile mai degrabă moderate ale prețurilor altor materii prime. În plus, aprecierea euro va limita impactul evoluțiilor prețurilor materiilor prime și al intensificării treptate a presiunilor inflaționiste la nivel mondial asupra prețurilor de import din zona euro. În termeni mai generali, pe parcursul orizontului de proiecție se preconizează că presiunile inflaționiste la nivel mondial se vor accentua progresiv, pe fondul creșterii costurilor de producție globale în concordanță cu scăderea deficitului de cerere pe plan internațional.

Comparativ cu proiecțiile din luna decembrie 2017, perspectivele inflației IAPC au fost revizuite în sens ușor descendent pentru anul 2019. Deși, pentru anul 2018, ipotezele privind prețurile mai ridicate ale petrolului exprimate în dolari SUA contrabalansează efectele inhibitoare asupra inflației generate de un curs de schimb mai puternic al euro, pentru anul 2019 efectele aprecierii euro sunt prevalente și generează perspective ușor mai scăzute ale inflației IAPC.

3 Perspectivele fiscale

Se anticipează că, în medie, orientarea politicii fiscale în zona euro se va menține, în linii mari, neutră în cadrul orizontului de proiecție. Orientarea politicii fiscale este măsurată ca variație a soldului primar ajustat ciclic după excluderea asistenței din fonduri publice acordate sectorului financiar. În anul 2017, reducerea impozitelor directe și amplificarea transferurilor către gospodăriile populației sunt compensate în totalitate de majorarea impozitelor indirecte și de creșterea mai redusă a consumului administrațiilor publice. În anul 2018, orientarea fiscală este conturată îndeosebi de reducerea impozitelor directe și a contribuțiilor la asigurările sociale, precum și de ipoteza privind creșterea mai alertă a investițiilor publice, care sunt doar parțial compensate de mărirea impozitelor indirecte și de creșterea moderată a cheltuielilor publice curente. 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 restrângerea în continuare 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. Soldul primar ajustat ciclic se va menține stabil pe parcursul orizontului de proiecție. 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 PIB⁷, precum și de excedentul bugetar primar. Comparativ cu proiecțiile publicate în luna decembrie 2017, perspectivele fiscale indică ponderi ale deficitului și datoriei în PIB ușor mai reduse, susținute în principal de evoluții macroeconomice mai favorabile.

Caseta 4

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 58 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 economiei mondiale. Cu privire la factorii care influențează oferta de petrol, se estimează că factorii geopolitici și acordul între OPEC și unii producători din afara OPEC de reducere a producției vor fi parțial compensați de expansiunea producției de petrol din șisturi bituminoase în Statele Unite. O combinație de modele alternative utilizate de experții BCE⁸ 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, în care acestea ar fi, până în anul 2020, cu 13,5% superioare celor din proiecția de bază, ar reduce marginal creșterea PIB real, determinând în același timp o majorare mai rapidă a inflației IAPC (cu 0,2 puncte procentuale în 2019 și cu 0,3 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, determinată de îmbunătățirea constantă a percepției investitorilor în favoarea euro.

Acest scenariu se bazează pe cea de-a 75-a percentilă a distribuției care are la bază densitățile implicite, pentru cursul de schimb, calculate în mediu neutru la risc folosind opțiuni cu suport USD/EUR la data de 13 februarie 2018. Această traiectorie implică o apreciere treptată a euro față de

⁷ Diferențialul este calculat ca diferența dintre rata efectivă nominală a dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB nominal.

⁸ A se vedea combinația de patru modele prezentată în articolul intitulat „Forecasting the price of oil”, *Buletin economic*, ediția 4/2015, BCE.

dolarul SUA la un curs de schimb de 1,42 USD/EUR în anul 2020, cu 14,6% 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 al unui șoc exogen al cursului de schimb, media rezultatelor unei serii de modele macroeconomice elaborate de experți indică o dinamică a PIB real mai scăzută cu 0,1 puncte procentuale în 2018, cu 0,5 puncte procentuale în 2019 și cu 0,2 puncte procentuale în 2020. Rata inflației IAPC ar fi mai redusă cu 0,1, 0,5 și 0,4 puncte procentuale în anii 2018, 2019, și respectiv, 2020. Ar trebui menționat faptul că aceste efecte estimate asupra ritmului de creștere economică și asupra inflației se aplică numai în eventualitatea unui șoc pur exogen al cursului de schimb.

Caseta 5

Prognoze ale altor instituții

O serie de prognoze pentru zona euro au fost elaborate atât de organizații internaționale, cât și de instituții din sectorul privat. Totuși, acestea nu sunt strict comparabile una cu cealaltă sau cu proiecțiile macroeconomice realizate de experții BCE, întrucât au fost finalizate la momente diferite. În plus, proiecțiile utilizează metode diverse (în parte neprecizate) pentru stabilirea ipotezelor privind variabilele fiscale, financiare și externe, inclusiv cotațiile petrolului și ale altor materii prime. Totodată, există diferențe între prognoze în ceea ce privește metodele de ajustare cu numărul zilelor lucrătoare (a se vedea tabelul).

După cum se arată în tabel, 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 BCE (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 BCE	martie 2018	2,4	1,9	1,7	1,4	1,4	1,7
		[2,1 - 2,7]	[0,9 - 2,9]	[0,7 - 2,7]	[1,1 - 1,7]	[0,6 - 2,2]	[0,8 - 2,6]
Comisia Europeană	februarie 2018	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OCDE	noiembrie 2017	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
Barometrul zonei euro	februarie 2018	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,7
Previțiunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	februarie 2018	2,3	1,9	1,3	1,5	1,5	1,7
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	ianuarie 2018	2,3	1,9	1,7	1,5	1,7	1,8
FMI	octombrie 2017/ ianuarie 2018	2,2	2,0	-	1,4	1,7	1,8

Sursa: Previțiunile economice europene intermediare ale Comisiei Europene, iarna anului 2018; *IMF World Economic Outlook*, actualizarea din ianuarie 2018 (PIB real); *IMF World Economic Outlook*, octombrie 2017 (IAPC); *OECD Economic Outlook*, noiembrie 2017; previziunile *Consensus Economics Forecasts*, februarie 2018; cifra pentru anul 2020 aferentă *Consensus Economics* este preluată din sondajul referitor la prognozele pe termen lung din octombrie 2017; *M/Economics for the Euro Zone Barometer*, februarie 2018; și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*), ianuarie 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 2529-458X (pdf)
Număr catalog UE QB-CE-18-001-RO-N (pdf)