



Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE, septembrie 2018¹

După creșterea puternică din anul 2017, expansiunea activității economice în zona euro a marcat o încetinire în semestrul I 2018, în mare parte pe seama moderării schimburilor comerciale internaționale. Deși incertitudinile globale au afectat perspectivele pe termen scurt, expansiunea zonei euro va continua, conform proiecțiilor, într-un ritm ușor peste potențial, reflectând impactul favorabil al orientării foarte acomodative a politicii monetare, ameliorarea condițiilor pe piețele forței de muncă și consolidarea bilanțurilor. Moderarea ușoară a dinamicii PIB real, de la 2,0% în anul 2018 la 1,7% în 2020, se explică în principal prin reducerea progresivă a stimulentei furnizate de schimburile comerciale internaționale și prin creșterea deficitelor de forță de muncă. Se așteaptă ca inflația IAPC să se situeze, în medie, la 1,7% în fiecare an al orizontului de proiecție, în pofida unei relative volatilități a profilului său trimestrial. Traectoria stabilă a ratei medii anuale a inflației maschează o scădere a ritmului anual de creștere a prețurilor produselor energetice, în contextul atenuării impactului majorărilor anterioare ale prețurilor petrolului, care este compensată de creșterea graduală a inflației de bază, pe fondul unor constrângeri tot mai accentuate la nivelul capacităților de producție.

1

Economia reală

După creșterea foarte puternică din anul 2017, expansiunea economică s-a moderat considerabil în semestrul I 2018. Reculul în raport cu nivelurile foarte ridicate de creștere a fost determinat, în principal, de impulsul mai modest din partea comerțului exterior, reflectând impactul încetirii schimburilor comerciale internaționale, amplificat de cel al aprecierii anterioare a euro. Deși atenuarea ritmului activității economice pare să fi fost generată cu precădere de factori pe partea cererii, este, de asemenea, probabil ca o serie de factori temporari și factori pe partea ofertei să fi afectat într-o oarecare măsură activitatea economică în semestrul I 2018.

¹ Proiecțiile macroeconomice elaborate de experți ai BCE sau ai Eurosistemului reprezintă o contribuție la evaluarea Consiliului guvernatorilor privind evoluțiile economice și riscurile la adresa stabilității prețurilor. Aceste proiecții 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 21 august 2018 (Caseta 1). Data-limită pentru includerea altor informații în cadrul acestui exercițiu a fost 29 august 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.

Privind în perspectivă, se anticipează că ritmul de creștere a PIB real se va menține stabil în zona euro în următoarele trimestre. Această evoluție este în concordanță cu indicatorii de încredere a sectorului corporativ și a consumatorilor, care se mențin la niveluri ridicate în raport cu standardele istorice, în pofida scăderii consemnate de unii dintre aceștia în prima parte a anului. Aceste perspective sunt confirmate și de indicatori cu capacitate predictivă, precum *EuroCOIN* și *Conference Board Leading Economic Index*.

Tabelul 1

Proiecții macroeconomice pentru zona euro¹⁾

(variații procentuale anuale)

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

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).

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. 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. Conform proiecțiilor, orientarea politicii fiscale va deveni ușor expansionistă în anul 2019 și va fi, în linii mari, neutră în 2020. 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 avuției nete. Totodată, investițiile corporative își vor continua avansul, în contextul creșterii profiturilor și al unui grad ridicat de utilizare a capacităților de producție. Se anticipează că exporturile zonei euro vor beneficia de expansiunea actuală a activității economice globale 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 disipării treptate a efectelor unor factori favorabili. Potrivit proiecțiilor, decelerarea cererii externe adresate zonei euro va reduce dinamica exporturilor în anii 2018 și 2019. Se previzionează, de asemenea, o încetinire substanțială a creșterii ocupării forței de muncă în 2019 și 2020, asociată în principal deficitelor tot mai constrângătoare la nivelul ofertei de forță de muncă în unele țări. În plus, se anticipează temperarea dinamicii consumului privat ca urmare a normalizării ratei de economisire în raport cu nivelurile scăzute înregistrate, în contextul expansiunii ciclice din unele țări.

Dinamica veniturilor disponibile reale se va consolida în anii 2018 și 2019, urmând să se modereze în 2020. Conform proiecțiilor, contribuția câștigurilor salariale brute la dinamica veniturilor disponibile nominale va înregistra o creștere pronunțată în anul 2018, generată de o majorare mai substanțială a salariilor, consemnând o relativă moderare până la finele orizontului de proiecție, în condițiile în care impactul încetinerii ritmului de creștere a ocupării forței de muncă va prima asupra majorării în continuare a dinamicii salariilor nominale. Creșterea altor categorii de venituri personale se preconizează să se intensifice progresiv pe parcursul orizontului de proiecție, în concordanță cu majorarea profiturilor. Contribuția transferurilor fiscale nete este preconizată să se mențină la valori negative în 2018. Se estimează că aceasta va deveni pozitivă în anul 2019, în contextul unor reduceri ale impozitelor directe, amplificate de creșterea transferurilor către gospodăriile populației, urmând să fie neutră în 2020. În ansamblu, se anticipează o structură a dinamicii veniturilor disponibile nominale mai puțin favorabilă cheltuielilor 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, relativ mai puternic la variațiile acestuia din urmă.

Conform proiecțiilor, expansiunea consumului privat va rămâne rezilientă în cadrul orizontului de proiecție, fiind 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 câștigurile din dobânzi, cât și plățile de dobânzi ale populației, ratele scăzute ale dobânzilor tind să favorizeze debitorii neți în raport cu creditorii neți. Întrucât cei dintâi au, de regulă, o înclinație marginală mai pronunțată spre consum, aceasta ar trebui să sprijine consumul privat agregat. În plus, creșterea 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, pe parcursul orizontului de proiecție, rata de economisire a gospodăriilor populației va înregistra o creștere treptată, de la niveluri minime istorice. Rata de economisire s-a diminuat în anul 2017, reflectând cu precădere ameliorarea situației economice și financiare a gospodăriilor populației, o ușoară corecție a cererii reprimite, în contextul achizițiilor de bunuri de valoare amânate anterior, precum și impactul ratelor foarte scăzute ale dobânzilor asupra înclinației gospodăriilor populației spre economisire. Conform proiecțiilor, rata de economisire va înregistra o creștere pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând în principal o normalizare în contextul expansiunii ciclice. În plus, se estimează că economiile gospodăriilor populației vor crește 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 iunie 2018, ipotezele tehnice includ o apreciere mai semnificativă a cursului de schimb efectiv al euro, precum și niveluri mai reduse ale prețurilor petrolului în dolari SUA și rate mai scăzute ale dobânzilor. Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile materiilor prime se bazează pe anticipațiile pieței, data-limită pentru includerea ultimelor informații fiind 21 august 2018. Ratele dobânzilor pe termen scurt se referă la EURIBOR la trei luni, anticipațiile pieței fiind derivate din ratele dobânzilor *futures*. Conform acestei metodologii, ratele dobânzilor pe termen scurt se vor situa, în medie, la -0,3% în anul 2018, -0,2% în anul 2019 și 0,0% 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 1,1% în anul 2018, 1,3% în 2019 și 1,6% în 2020.² Comparativ cu proiecțiile din luna iunie 2018, anticipațiile pieței privind ratele dobânzilor pe termen scurt au fost revizuite în sens descendent cu 6 puncte de bază pentru 2019 și 19 puncte de bază pentru 2020, iar cele aferente ratelor dobânzilor pe termen lung au fost revizuite în sens descendent cu 8 puncte de bază pentru 2018, 15 puncte de bază pentru 2019 și 17 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 august 2018, se

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.

anticipează că prețul țițeiului Brent se va majora de la 54,4 USD/baril în anul 2017 la 71,5 USD/baril în anul 2018 și la 71,7 USD/baril în 2019 și se va reduce la 69,0 USD/baril în 2020. Această traiectorie implică faptul că prețurile în dolari SUA ale petrolului sunt mai scăzute cu 4,0% în 2018 și cu 2,5% în 2019 și mai ridicate cu 0,4% în 2020, comparativ cu proiecțiile din luna iunie 2018. Se estimează că prețurile în dolari SUA ale materiilor prime non-energetice se vor majora ușor în anul 2018, se vor reduce în 2019 și vor cunoaște o revigorare în 2020.³

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 august 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 2019-2020, față de 1,18 USD/EUR în proiecțiile din luna iunie 2018. Cursul de schimb efectiv al euro (față de 38 de parteneri comerciali) este cu 1,5% superior celui estimat în proiecțiile din luna iunie 2018.

Ipoteze tehnice

	Septembrie 2018				Iunie 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Ratele dobânzilor EURIBOR la trei luni (% pe an)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,2
Randamentele obligațiunilor de stat cu scadența la 10 ani (% pe an)	1,0	1,1	1,3	1,6	1,0	1,2	1,5	1,7
Prețul petrolului (în USD/baril)	54,4	71,5	71,7	69,0	54,4	74,5	73,5	68,7
Prețurile materiilor prime non-energetice, în USD (variații procentuale anuale)	8,0	1,9	-2,6	4,2	7,9	9,3	2,5	4,1
Cursul de schimb USD/EUR	1,13	1,18	1,14	1,14	1,13	1,20	1,18	1,18
Cursul de schimb efectiv nominal al euro (CSE38) (variații procentuale anuale)	2,2	5,1	0,6	0,0	2,2	4,4	-0,1	0,0

Expansiunea investițiilor în obiective rezidențiale este preconizată să continue, deși într-un ritm mai redus. Investițiile în obiective rezidențiale au consemnat o creștere puternică pe parcursul anilor 2016 și 2017, fiind susținute de condițiile foarte favorabile de finanțare și de intensificarea dinamicii veniturilor asociată creării în continuare de locuri de muncă. Cu toate acestea, redresarea acestor investiții pare să fi atins nivelul maxim la începutul anului 2018. Condițiile principale pentru continuarea majorării investițiilor în obiective rezidențiale se mențin pe parcursul orizontului de proiecție, sondajele indicând că populația intenționează, într-o măsură din ce în ce mai mare, să achiziționeze ori să construiască o locuință în următorii doi ani și, în special, să înceapă lucrări de renovare a locuinței. Cu toate acestea, în pofida creșterii puternice a cererii de locuințe, se anticipează că ritmul acestei expansiuni va fi atenuat de constrângerile tot mai accentuate la nivelul capacităților de producție în sectorul construcțiilor și de tendințele demografice nefavorabile din unele țări. În plus, conform proiecțiilor, condițiile de finanțare vor deveni ușor mai restrictive și este probabil să apară treptat oportunități alternative de investiții pe termen lung, pe măsura creșterii randamentelor.

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

Se anticipează că investițiile corporative își vor continua redresarea pe parcursul orizontului de proiecție, deși într-un ritm progresiv descrescător. Se estimează că o serie de factori vor continua să sprijine investițiile corporative: încrederea sectorului corporativ rămâne la cote foarte înalte pe seama anticipațiilor favorabile privind producția și a numărului mare de comenzi; gradul de utilizare a capacităților de producție se menține la niveluri mult superioare mediei pe termen lung, iar lipsa de echipamente este tot mai des menționată ca factor de limitare a producției în industria prelucrătoare; potrivit anticipațiilor, condițiile de finanțare vor rămâne deosebit de favorabile pe parcursul orizontului de proiecție; și se anticipează creșterea profiturilor, în contextul unui nivel deja ridicat al lichidității în sectorul societăților nefinanciare, iar firmele și-ar putea spori investițiile pentru a compensa constrângerile generate de deficitul de forță de muncă. De asemenea, redresarea puternică a cotațiilor acțiunilor consemnată în ultimii ani, acumularea constantă de active 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 și se situează încă la niveluri relativ 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.

Caseta 2

Contextul internațional

Se preconizează moderarea treptată a creșterii economice globale pe parcursul orizontului de proiecție, în contextul amplificării riscurilor și incertitudinilor. În semestrul I 2018, economia mondială și-a continuat expansiunea într-un ritm constant. Deși industria prelucrătoare globală a cunoscut o dinamică moderată în ultimele luni, rezultatele sondajelor relevă că activitatea economică mondială continuă să fie susținută în ansamblu. Pe termen scurt însă, se previzionează temperarea ritmului de creștere a economiei mondiale. Pe de o parte, economiile dezvoltate continuă să beneficieze de politicile monetare acomodative și de măsurile fiscale cu impact stimulativ substanțial adoptate în Statele Unite. Revirimentul consemnat anterior de prețurile petrolului a contribuit, de asemenea, la stabilizarea investițiilor în multe dintre țările exportatoare de petrol. Pe de altă parte, s-au intensificat incertitudinile referitoare la viitorul relațiilor comerciale, ceea ce se anticipează că va afecta încrederea și procesul investițional pe termen scurt. Preocupările referitoare la schimburile comerciale, normalizarea treptată a politicilor monetare în economiile dezvoltate și incertitudinile privind politicile au condus la înăsprirea condițiilor financiare în ultimele luni, cu precădere în unele economii de piață emergente. Pe termen mediu, se anticipează o decelerare a activității economice, pe fondul reducerii forțelor ciclice. Deviațiile negative ale PIB de la nivelul potențial au fost deja eliminate sau sunt în curs de a fi eliminate în majoritatea economiilor dezvoltate, iar sprijinul din partea politicilor va scădea treptat. Este posibil ca tranziția Chinei la o traiectorie de creștere mai scăzută, care este mai puțin dependentă de măsuri de stimulare, să afecteze perspectivele acestei țări. În plus, deși traversează un proces de redresare, economiile țărilor exportatoare de materii prime încă se confruntă cu necesitatea consolidării fiscale. În ansamblu, se previzionează o expansiune a activității economice mondiale (exceptând zona euro) de 3,9% în anul 2018 și o reducere a acesteia până la 3,7% în anul 2020.

Comparativ cu proiecțiile din luna iunie 2018, ritmul de creștere a PIB mondial a fost revizuit în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale pentru anul 2018 și cu 0,2 puncte procentuale pentru 2019, reflectând deteriorarea perspectivelor în unele economii de piață emergente, îndeosebi în Turcia. De asemenea, se consideră că tensionarea relațiilor comerciale și sporirea incertitudinilor privind perspectivele globale vor descuraja investițiile pe plan internațional pe parcursul trimestrelor următoare.

Contextul internațional

(variații procentuale anuale)

	Septembrie 2018				Iunie 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB real mondial (excepțând zona euro)	3,8	3,9	3,7	3,7	3,8	4,0	3,9	3,7
Schimburile comerciale internaționale (excepțând zona euro) ¹⁾	5,4	4,6	3,9	3,8	5,2	5,1	4,6	4,0
Cererea externă adresată zonei euro ²⁾	5,3	4,1	3,6	3,6	5,2	5,2	4,3	3,7

1) Calculate ca medie ponderată a importurilor.

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

Se așteaptă ca, ulterior decelerării accentuate consemnate în trimestrul II 2018, schimburile comerciale internaționale să cunoască o revenire moderată, menținându-se însă la niveluri relativ scăzute în contextul sporirii incertitudinilor legate de politicile comerciale protecționiste.

După creșterea puternică înregistrată în anul 2017, schimburile comerciale internaționale au marcat o încetinire în primele luni ale anului curent. Privind în perspectivă, tarifele comerciale implementate până în prezent afectează o parte relativ redusă a schimburilor comerciale internaționale. Totuși, acestea au alimentat preocupările cu privire la perspectivele politicilor comerciale și ale economiei mondiale, anticipându-se că vor afecta activitatea economică globală și perspectivele schimburilor comerciale. Pe termen mediu, se prognozează avansul schimburilor comerciale internaționale într-un ritm, în linii mari, similar celui înregistrat de activitatea economică globală. În ansamblu, cererea externă adresată zonei euro este preconizată să se extindă cu 4,1% în anul 2018 și să își modereze ritmul de creștere la 3,6% până în anul 2020. Comparativ cu proiecțiile din iunie 2018, dinamica acesteia a fost revizuită în sens descendent cu 1,1 puncte procentuale, 0,7 puncte procentuale și 0,1 puncte procentuale pentru anii 2018, 2019 și, respectiv, 2020. Revizuirile în sens descendent reflectă preponderent pierderea de ritm asociată datelor pe termen scurt. Într-o perspectivă mai îndelungată, acestea reflectă impactul majorării tarifelor comerciale și efectele temperării proiectate a activității economice.

Potrivit proiecțiilor, dinamica exporturilor în afara zonei euro se va reduce, pe fondul încetinirii cererii externe. Se așteaptă ca exporturile în afara zonei euro să își continue creșterea într-un ritm similar celui consemnat de cererea externă adresată zonei euro, ceea ce implică menținerea în general stabilă a cotelor de piață ale exporturilor în cadrul orizontului de proiecție. Se anticipează că importurile din afara zonei euro vor beneficia de evoluția pozitivă a cererii interne și, în trimestrele următoare, de aprecierea euro. Întrucât importurile sunt proiectate să avanseze într-un ritm relativ mai rapid decât exporturile, contribuția schimburilor comerciale nete la creșterea economică ar trebui să fie, în linii mari, neutră pe parcursul orizontului de proiecție, după contribuția pozitivă substanțială din anul 2017.

Creșterea ocupării forței de muncă se va decelera, conform proiecțiilor, întrucât se anticipează că deficitele de forță de muncă vor deveni tot mai constrângătoare în unele țări. În primele două trimestre ale anului 2018, numărul de persoane ocupate din zona euro a crescut cu câte 0,4%. Intensificarea recentă a dinamicii populației ocupate s-a generalizat la nivelul țărilor, iar sondajele anticipative relevă menținerea unei dinamici solide pe termen scurt. Cu toate acestea, se anticipează că ocuparea forței de muncă va consemna o relativă pierdere de ritm. În anul 2018, se estimează că impactul unor factori temporari favorabili (cum ar fi stimulentele fiscale din unele țări din zona euro) se va disipa treptat. Către finele orizontului de proiecție, se presupune că deficitele la nivelul ofertei de forță de muncă vor fi mai accentuate în unele țări.

Dinamica forței de muncă se așteaptă să se modereze în cadrul orizontului de proiecție. Se anticipează creșterea în continuare a forței de muncă pe parcursul orizontului de proiecție, reflectând imigrația netă de lucrători, integrarea preconizată a refugiaților și noi majorări ale ratelor de participare pe piața forței de muncă (inclusiv inversarea efectului „lucrătorilor descurajați”). Totuși, aceste efecte pozitive vor fi gradual compensate, pe parcursul orizontului de proiecție, de impactul nefavorabil al îmbătrânirii populației, întrucât 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 7,4% în anul 2020. În trimestrul II 2018, rata șomajului s-a redus la 8,3%, 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 revigorare a productivității muncii în intervalul 2019-2020. Ulterior dinamizării notabile înregistrate în anul 2017, productivitatea muncii a cunoscut o decelerare în semestrul I 2018, reflectând temperarea neanticipată a activității economice. Pentru semestrul II 2018 se estimează o creștere moderată a dinamicii productivității muncii, reflectând reacția întârziată a ocupării forței de muncă la temperarea activității economice la începutul anului. Într-o perspectivă mai îndelungată, 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 spre finalul orizontului de proiecție, tinzând treptat către media de 1,0% din perioada pre-criză.

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

Comparativ cu proiecțiile din luna iunie 2018, creșterea PIB real a fost revizuită în sens ușor descendent pentru anii 2018 și 2019. Revizuirile în sens descendent se datorează mai ales diminuării sub așteptări a contribuției schimburilor comerciale nete, reflectând revizuirile în sens descendent la adresa cererii externe și aprecierea cursului de schimb efectiv al euro. Aceste efecte au primat asupra impactului pozitiv generat de scăderea ratelor dobânzilor active și de unele stimulente fiscale asupra cererii interne.

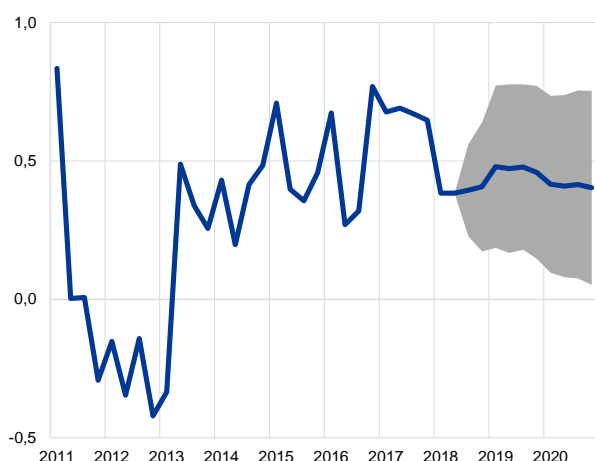
Graficul 1

Proiecții macroeconomice¹⁾

(date trimestriale)

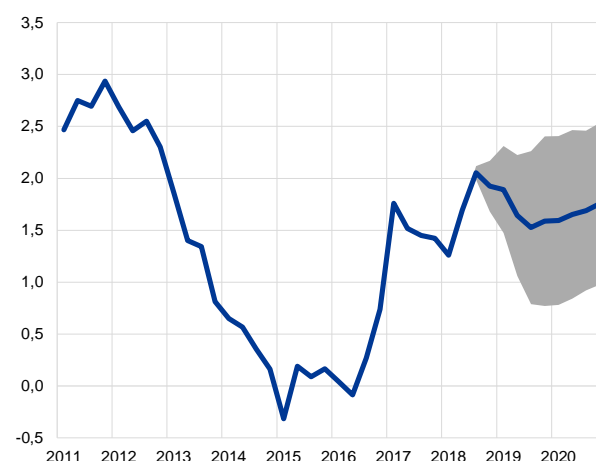
PIB real în zona euro²⁾

(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 va înregistra o valoare medie de 1,7% în fiecare an din cadrul orizontului de proiecție, în condițiile în care profilul descendent al componentei „produse energetice” a inflației IAPC compensează consolidarea progresivă a inflației IAPC exclusiv produse energetice și alimente. Componenta „produse energetice” a inflației se estimează că se va reduce pe parcursul întregului orizont de proiecție, reflectând manifestarea unor efecte de bază în sens descendent și un declin ușor al cotațiilor futures ale țițeiului. Se previzionează majorarea inflației de bază pe seama ameliorării poziției ciclice a economiei și a dinamizării aferente a creșterilor salariale. Se așteaptă ca evoluția prețurilor externe să genereze o serie de noi efecte în sensul creșterii asupra inflației de bază, pe măsură ce majorările anterioare ale prețurilor petrolului vor afecta indirect inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente. În ansamblu, inflația IAPC exclusiv produse energetice și alimente va crește treptat, conform proiecțiilor, de la 1,1% în anul 2018 la 1,8% în anul 2020.

Se estimează o revigorare vizibilă a dinamicii salariale pe parcursul orizontului de proiecție, pe fondul înăsprii condițiilor pe piețele forței de muncă și al estompării impactului 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 pe parcursul orizontului de proiecție la 2,7% în anul 2020. Se anticipează o intensificare a dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă în concordanță cu cea a remunerării pe salariat, pe seama accelerării relativ modeste a creșterii productivității pe parcursul orizontului de proiecție. Principalul determinant al dinamizării câștigurilor salariale este ameliorarea preconizată în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă în zona euro, pe fondul tensionării pieței forței de muncă, precum și al deficitelor evidente la nivelul ofertei de forță de muncă în unele părți ale zonei euro. Condițiile favorabile pe piețele forței de muncă au devenit deja vizibile în nivelul salariilor negociate, care a înregistrat majorări. În țările din zona euro în care procesele de stabilire a salariilor includ elemente retrospective de indexare, se poate aștepta ca revigorarea dinamicii salariale să fie susținută și de creșterea recentă semnificativă a inflației totale. 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.

Marjele de profit nu se așteaptă să exercite presiuni inflaționiste suplimentare pe parcursul orizontului de proiecție.

Se anticipează că accelerarea dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă și majorarea impozitelor indirecte nete unitare vor constitui sursa principală a intensificării presiunilor inflaționiste, determinate pe baza deflatorului PIB. Se estimează că ritmul de creștere a marjelor de profit va fi limitat, îndeosebi către finalul orizontului de proiecție, reflectând panta ușor descendentă a expansiunii activității economice.

Se estimează că presiunile din surse externe asupra prețurilor se vor menține la valori pozitive, dar ar trebui să cunoască o moderare pe parcursul orizontului de proiecție.

Traectoria descendentă a deflatorului importurilor, începând cu anul viitor, reflectă ipoteze privind o ușoară scădere a prețurilor petrolului, care vor limita impactul majorării prețurilor materiilor prime nepetroliere și al intensificării treptate a presiunilor reflectate de inflația de bază la nivel mondial, pe fondul scăderii deficitului de cerere pe plan internațional.

Inflația IAPC este nemodificată în raport cu exercițiul de proiecție din luna

ianie 2018. Inflația IAPC exclusiv alimente și produse energetice a fost revizuită în sens ușor descendent pentru anii 2019 și 2020, în concordanță cu perspectivele relativ mai modeste ale creșterii economice. Aceste revizuiți sunt compensate de o revizuire în sens ascendent a componentei „produse energetice” a inflației IAPC pe seama scumpirii energiei electrice și a gazelor în unele țări în anul 2018 și a ipotezelor privind prețurile petrolului în euro, care urmează o traiectorie descendentă mai puțin abruptă decât în exercițiile de proiecție anterioare.

Conform proiecțiilor, orientarea politicii fiscale în zona euro va fi în linii mari neutră în anul 2018, ușor expansionistă în 2019 și, din nou, în linii mari neutră în 2020. Orientarea politicii fiscale este măsurată ca variație a soldului primar ajustat ciclic după excluderea asistenței din fonduri publice acordate sectorului financiar. Măsurile discreționare din 2018 au un caracter expansionist, datorat parțial reducerilor contribuțiilor la asigurările sociale și impozitelor pe profit și parțial unei majorări mai pronunțate a cheltuielilor publice. Cu toate acestea, stimulentele generate de aceste măsuri discreționare sunt, în mare măsură, compensate de venituri substanțiale din impozite directe. În 2019, contribuția principală la orientarea expansionistă a politicii fiscale derivă din reducerile impozitelor directe și un nivel mai ridicat al cheltuielilor publice într-o țară din zona euro, parțial compensate de acțiuni de consolidare într-o altă țară din zona euro. În 2020, noile reduceri ale impozitelor directe și ale contribuțiilor la asigurările sociale vor fi compensate parțial de o creștere mai modestă a transferurilor și subvențiilor, precum și a consumului administrațiilor publice.

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

Proiecția fiscală presupune o scădere a deficitului bugetar pe parcursul orizontului de proiecție, în principal ca urmare a ameliorării componentei ciclice și a reducerii plăților cu dobânzile, determinată de înlocuirea datoriei vechi, la costuri ridicate, cu o datorie nouă, la rate ale dobânzilor mai scăzute. Aceasta este parțial compensată de o deteriorare a soldului primar ajustat ciclic. Panta descendentă a ponderii datoriei publice în PIB este sprijinită de solduri primare pozitive semnificative, precum și de un diferențial favorabil între rata dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB⁴. Comparativ cu proiecțiile publicate în luna iunie 2018, perspectivele privind deficitul sunt, în linii mari, nemodificate, în timp ce ponderea datoriei în PIB a fost revizuită ușor în sens ascendent pentru anul 2020, în principal ca urmare a unui diferențial mai puțin favorabil între rata dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB.

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.

⁴ Diferențialul este calculat ca diferența dintre rata efectivă nominală a dobânzii aferentă datoriei publice și ritmul de creștere a PIB nominal.

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 ușor descendent al cotațiilor petrolului, prețul țiteiului Brent situându-se la circa 69 USD/baril în anul 2020. Această traiectorie este în concordanță cu avansul continuu al cererii mondiale de petrol. Cu privire la factorii care influențează oferta de petrol, cotațiile futures ale petrolului reflectă, probabil, și efectele în sens descendent asupra prețurilor petrolului generate de relaxarea politicii OPEC de reducere a ofertei, care pot prima asupra anticipațiilor ușor mai scăzute cu privire la producția de petrol a SUA (ca urmare a blocajelor la nivelul transportului) pe termen scurt și a preocupărilor privind o ofertă mai redusă din partea Iranului, în urma sancțiunilor impuse de SUA. O combinație de modele alternative utilizate de experții BCE⁵ pentru proiecția prețurilor petrolului pe parcursul orizontului de proiecție indică prețuri mai ridicate ale petrolului decât cele estimate în ipotezele tehnice. Materializarea unei traiectorii alternative a prețurilor petrolului derivate din aceste modele, în care acestea ar fi, până în anul 2020, cu 4,7% superioare celor din ipoteza de bază, ar reduce marginal creșterea PIB real (cu mai puțin de 0,1 puncte procentuale în 2019 și 2020), determinând în același timp o majorare ușor mai rapidă a inflației IAPC (cu 0,1 puncte procentuale în 2020).

2) O traiectorie alternativă a cursului de schimb

Această analiză a sensibilității vizează efectele aprecierii monedei euro. Una dintre sursele riscului de apreciere se referă la redresarea economică peste așteptări în zona euro, care va conduce la presiuni inflaționiste în sensul creșterii. Acest scenariu este în concordanță cu distribuția care are la bază densitățile implicite, pentru cursul de schimb, calculate în mediu neutru la risc folosind opțiuni cu suport USD/EUR la data de 21 august 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 1,33 USD/EUR în anul 2020, cu aproximativ 16,5% 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 0,4 puncte procentuale în 2019 și 0,5 puncte procentuale în 2020. Rata inflației IAPC ar fi mai redusă cu 0,5 puncte procentuale în 2019 și cu 0,6 puncte procentuale în 2020.

Caseta 4

Prognoze ale altor instituții

O serie de prognoze pentru zona euro au fost elaborate atât de organizații internaționale, cât și de instituții din sectorul privat. Totuși, acestea nu sunt strict comparabile una cu cealaltă sau cu proiecțiile macroeconomice realizate de experții BCE/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

⁵ A se vedea combinația de patru modele prezentată în articolul intitulat „Forecasting the price of oil”, Buletin economic, ediția a 4-a, BCE, 2015.

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 actuale ale 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	Septembrie 2018	2,0 [1,8 - 2,2]	1,8 [1,0 - 2,6]	1,7 [0,6 - 2,8]	1,7 [1,6 - 1,8]	1,7 [1,1 - 2,3]	1,7 [0,9 - 2,5]
Comisia Europeană	Iulie 2018	2,1	2,0	-	1,7	1,7	-
OCDE	Mai 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Barometrul zonei euro	August 2018	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
Previțiunile <i>Consensus Economics Forecasts</i>	August 2018	2,1	1,8	1,3	1,7	1,6	1,6
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	Iulie 2018	2,2	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
FMI	Iulie/Aprilie 2018	2,2	1,9	1,7	1,5	1,6	1,8

Sursa: Previțiunile economice intermediare ale Comisiei Europene, vara anului 2018; *IMF World Economic Outlook*, actualizarea din iulie 2018 (PIB); *IMF World Economic Outlook*, aprilie 2018 (IAPC); *OECD Economic Outlook*, mai 2018; previziunile *Consensus Economics Forecasts*, august 2018; cifra pentru anul 2020 aferentă *Consensus Economics* este preluată din sondajul *Trends in Productivity and Wages* din august 2018, iar cifra pentru anul 2020 aferentă inflației IAPC este preluată din sondajul referitor la prognozele pe termen lung din iulie 2018; *MJEconomics for the Euro Zone Barometer*, august 2018; și Sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*Survey of Professional Forecasters*), iulie 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-18-002-RO-N (pdf)