



# Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema<sup>1</sup> – junho de 2017

*Projeta-se que a recuperação económica na área do euro prossiga, a um ritmo superior às expectativas anteriores. Em termos anuais, o produto interno bruto (PIB) real deverá apresentar um crescimento de cerca de 1.8% ao longo do horizonte de projeção. De acordo com as projeções, a esperada recuperação mundial apoiará as exportações da área do euro, ao passo que a orientação muito acomodaticia da política monetária, os progressos em termos de desalavancagem nos diversos setores e a continuação da melhoria no mercado de trabalho deverão sustentar a procura interna durante o horizonte de projeção.*

*Espera-se que a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) apresente um perfil em V, atingindo 1.6% em 2019. Embora o considerável impacto ascendente da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC registado em 2017 diminua em 2018 e 2019, a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares aumentará gradualmente ao longo do tempo, com a absorção da margem disponível na economia.*

## 1 Economia real

**Na sequência de um crescimento robusto no primeiro trimestre de 2017, indicadores de curto prazo favoráveis sugerem uma continuação do forte dinamismo no curto prazo.** As condições no mercado de trabalho continuaram a melhorar nos últimos meses, com uma crescente população ativa a reduzir os estrangulamentos que afetam o crescimento do emprego em alguns países da área

<sup>1</sup> As projeções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema fazem parte do material preparado para o Conselho do BCE, no sentido de este avaliar a evolução económica e os riscos para a estabilidade de preços. As projeções elaboradas por especialistas do BCE ou do Eurosistema não são objeto de aprovação pelo Conselho do BCE, nem refletem necessariamente as opiniões do mesmo sobre as perspetivas para a área do euro. É fornecida informação sobre as técnicas e os procedimentos utilizados num guia sobre as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema/do BCE (*A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*), publicado em julho de 2016 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE. A data de fecho relativa a pressupostos técnicos, como os preços do petróleo e as taxas de câmbio, foi 16 de maio de 2017 (ver a caixa 1). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício foi 23 de maio de 2017.

O exercício de projeção macroeconómica atual abrange o período de 2017 a 2019. Projeções com um horizonte tão alargado estão sujeitas a uma incerteza muito elevada, facto que é necessário ter em conta na sua interpretação. Ver o artigo dedicado a uma avaliação das projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema (*An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections*), publicado na edição de maio de 2013 (não disponível em língua portuguesa) do *Boletim Mensal do BCE*.

Consultar <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> para obter uma versão acessível dos dados subjacentes aos quadros e gráficos selecionados.

do euro e o desemprego a diminuir na maioria dos países da área do euro. A confiança das empresas e dos consumidores registou uma nova melhoria nos diversos setores e países nos últimos meses, face a níveis já elevados, o que aponta para uma continuação do crescimento robusto no curto prazo.

**Ao longo do horizonte de projeção, o crescimento real do PIB deverá situar-se em 1.9% em 2017, 1.8% em 2018 e 1.7% em 2019.** Diversos fatores favoráveis deverão continuar a apoiar a procura interna durante o horizonte de projeção. A orientação muito acomodatória da política monetária do BCE continua a ser transmitida à economia e, de acordo com os pressupostos técnicos desta projeção, as expectativas de mercado quanto às futuras taxas de juro permanecem baixas ao longo do horizonte. A concessão de empréstimos a sociedades não financeiras continua a recuperar, impulsionada por taxas de juro baixas, pelo aumento da procura de crédito e por condições de oferta de crédito favoráveis. A procura interna está também a ser apoiada pela nova melhoria das condições no mercado de trabalho e por menores necessidades de desalavancagem. Projeta-se que a recuperação económica a nível mundial registre igualmente um fortalecimento ao longo do horizonte de projeção, apoiando as exportações da área do euro.

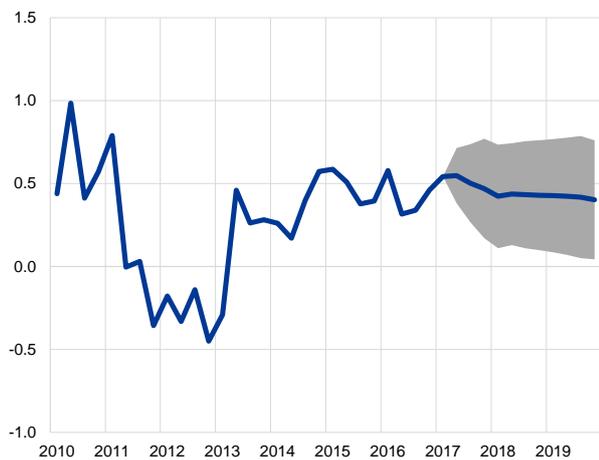
## Gráfico 1

### Projeções macroeconómicas<sup>1)</sup>

(dados trimestrais)

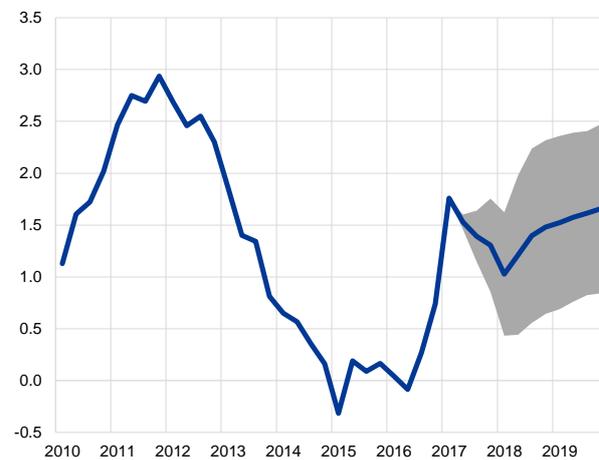
#### PIB real da área do euro<sup>2)</sup>

(variação em termos trimestrais em cadeia, em percentagem)



#### IHPC da área do euro

(variação homóloga, em percentagem)



1) Os intervalos em torno das principais projeções têm por base as diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é o dobro do valor absoluto médio destas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excecionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE (*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*), publicado em dezembro de 2009 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE.  
2) Dados corrigidos de dias úteis.

**De acordo com as projeções, o consumo privado continuará a recuperar, embora com um pouco menos de dinamismo do que em 2016.** A confiança dos consumidores melhorou novamente nos vários países nos últimos meses, situando-se em níveis muito superiores às suas médias de longo prazo, em resultado da melhoria das expectativas económicas gerais e de expectativas

financeiras individuais mais favoráveis. As perspectivas de curto prazo para o consumo privado são também apoiadas pela continuação da melhoria recente das condições no mercado de trabalho.

**O crescimento do rendimento disponível nominal deverá aumentar gradualmente ao longo do horizonte de projeção, apesar de a inflação mais elevada atenuar o poder de compra real das famílias.** A contribuição dos salários e vencimentos brutos para o crescimento do rendimento disponível nominal deverá aumentar durante o período de projeção, apoiada pela continuação do crescimento do emprego e pelo maior crescimento da remuneração por trabalhador. Espera-se que o crescimento do rendimento disponível real diminua de forma substancial em 2017, refletindo sobretudo o projetado aumento da inflação dos preços dos produtos energéticos, e que recupere depois gradualmente.

**A melhoria das condições de financiamento bancário, reforçada pelas medidas de política monetária do BCE, deverá apoiar o crescimento do consumo privado.** Embora tenham afetado as receitas de juros e os pagamentos de juros das famílias, as taxas de juro baixas tendem a redistribuir recursos de aforradores líquidos para mutuários líquidos. Dado que, em regra, os mutuários líquidos têm maior propensão marginal para consumir, esta redistribuição deverá também reforçar o consumo privado agregado. Além disso, os progressos alcançados na desalavancagem deverão igualmente apoiar o consumo.

**Na sequência do desvanecimento do aumento relacionado com os preços do petróleo, o rácio de poupança deverá manter-se globalmente horizontal durante o horizonte de projeção.** Esta estabilidade geral oculta fatores opostos nos países da área do euro. As pressões descendentes advêm da descida do desemprego, de melhores condições de crédito e das taxas de juro baixas, ao passo que as pressões ascendentes resultam das necessidades remanescentes de reduzir o endividamento bruto e do alisamento do consumo no contexto da recuperação cíclica. De um modo geral, projeta-se que o crescimento anual do consumo privado registre uma descida, passando de 1.9% em 2016 para cerca de 1.5% entre 2017 e 2019.

## Caixa 1

Pressupostos técnicos sobre taxas de juro, taxas de câmbio e preços das matérias-primas

---

**Em comparação com as projeções de março de 2017, os pressupostos técnicos incluem preços do petróleo denominados em dólares dos Estados Unidos significativamente mais baixos, uma apreciação da taxa de câmbio efetiva do euro e taxas de juro de longo prazo mais reduzidas.** Os pressupostos técnicos relativos às taxas de juro e aos preços das matérias-primas têm por base as expectativas do mercado, com uma data de fecho da informação de 16 de maio de 2017. As taxas de curto prazo referem-se à EURIBOR a três meses, sendo as expectativas do mercado determinadas a partir das taxas dos contratos de futuros. Seguindo esta metodologia, obtém-se para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de -0.3% em 2017, -0.2% em 2018 e 0.0% em 2019. As expectativas do mercado quanto às taxas de rentabilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos da área do euro implicam um nível médio

de 1.2% em 2017, 1.5% em 2018 e 1.8% em 2019<sup>2</sup>. Em comparação com as projeções de março de 2017, as expectativas do mercado quanto às taxas de juro de curto prazo permanecem globalmente inalteradas, ao passo que as expectativas referentes às taxas de juro de longo prazo foram revistas em baixa em 10 a 20 pontos base.

No que respeita aos preços das matérias-primas, com base na trajetória implícita nos mercados de futuros e considerando a média da quinzena finda na data de fecho da informação de 16 de maio, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent aumente de USD 44.0 em 2016 para USD 51.6 em 2017 e que permaneça em torno desse nível em 2018 e 2019. Esta trajetória implica que, em comparação com as projeções de março de 2017, os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos são mais baixos: 8.6% em 2017, 9.1% em 2018 e 7.9% em 2019. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que registem um aumento substancial em 2017 e que, posteriormente, subam de forma um pouco mais moderada<sup>3</sup>.

Em relação às taxas de câmbio bilaterais, parte-se do pressuposto de que, durante o horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevalecentes no período de duas semanas findo na data de fecho da informação de 16 de maio. Tal implica uma taxa de câmbio média USD/EUR de 1.08 em 2017 e de 1.09 em 2018 e 2019, o que compara com 1.07 nas projeções de março de 2017. A taxa de câmbio efetiva do euro (face a 38 parceiros comerciais) é 0.6% mais elevada em 2017 e cerca de 1.0% mais elevada em 2018 e 2019 do que o pressuposto no exercício de projeção de março de 2017.

#### Pressupostos técnicos

	Junho de 2017				Março de 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	-0.3	-0.3	-0.2	0.0	-0.3	-0.3	-0.2	0.0
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	0.8	1.2	1.5	1.8	0.8	1.3	1.6	1.9
Preço do petróleo (USD/barril)	44.0	51.6	51.4	51.5	44.0	56.4	56.5	55.9
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-3.9	6.4	2.0	4.5	-3.9	13.2	3.5	4.6
Taxa de câmbio USD/EUR	1.11	1.08	1.09	1.09	1.11	1.07	1.07	1.07
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem)	3.7	-0.4	0.3	0.0	3.7	-1.0	0.0	0.0

<sup>2</sup> O pressuposto relativo às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos da área do euro tem por base a média ponderada das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos de referência dos países, ponderada em função dos valores anuais do PIB e alargada pela trajetória a prazo obtida a partir da taxa de cupão do BCE que torna o preço da obrigação igual ao valor nominal (*par yield*) a dez anos de todas as obrigações da área do euro, sendo a discrepância inicial entre as duas séries mantida constante ao longo do horizonte de projeção. Quanto aos diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública específicas dos países e a média da área do euro correspondente, pressupõe-se que permaneçam constantes durante o horizonte de projeção.

<sup>3</sup> Os pressupostos referentes aos preços do petróleo e das matérias-primas alimentares baseiam-se nos preços dos futuros até ao final do horizonte de projeção. No tocante aos preços de outras matérias-primas não energéticas e não alimentares, pressupõe-se que sigam os futuros até ao segundo trimestre de 2018, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial.

**A recuperação do investimento residencial deverá prosseguir.** O investimento residencial recuperou de forma acentuada em 2016, apoiado por um forte crescimento do rendimento disponível e por condições de financiamento favoráveis. As condições fundamentais para a continuação da retoma do investimento residencial persistem. As perspetivas favoráveis para o investimento residencial são evidenciadas pelo número crescente de licenças de construção e pelo aumento da procura de empréstimos para aquisição de habitação, num contexto de melhoria das condições de concessão de crédito bancário. As perspetivas de rendimento e condições de financiamento favoráveis continuam a apoiar a tendência ascendente em curso nos mercados da habitação. No entanto, o crescimento do investimento residencial deverá perder algum dinamismo ao longo do horizonte de projeção, o que reflete o desvanecimento do impacto dos incentivos orçamentais em alguns países e as tendências demográficas adversas que acabarão por se fazer sentir.

**O investimento empresarial deverá evoluir em consonância com a recuperação cíclica.** Espera-se que o investimento empresarial continue a recuperar, com o reforço da procura externa e os efeitos produzidos pelas medidas orçamentais em alguns países. Diversos fatores apoiam esta recuperação: a confiança das empresas continuou a melhorar, em virtude das expetativas muito favoráveis quanto à produção, do aumento das carteiras de encomendas e de uma inflexão das expetativas relativas aos preços de venda; a utilização da capacidade produtiva continuou a aumentar acima da média dos níveis anteriores à crise no início de 2017; as condições de financiamento deverão tornar-se apenas um pouco mais restritivas ao longo do horizonte de projeção e permanecer muito favoráveis; é necessário modernizar o *stock* de capital após vários anos de investimento fraco; e as margens de lucro deverão registar um aumento, no contexto de um setor das sociedades não financeiras já caracterizado por uma liquidez elevada. Além disso, a recuperação forte dos preços das ações observada nos últimos anos e o crescimento moderado do financiamento da dívida conduziram o rácio de alavancagem (dívida em relação ao total de ativos) no setor das sociedades não financeiras para níveis mínimos históricos. Contudo, espera-se que alguns fatores continuem a afetar as perspetivas no que respeita ao investimento empresarial, designadamente expetativas de crescimento do produto potencial mais fracas do que no passado e limitações à capacidade de intermediação das instituições de crédito em alguns países.

## Caixa 2

### Enquadramento internacional

---

**A atividade económica mundial deverá continuar a registar uma recuperação.** O crescimento do PIB mundial diminuiu no primeiro trimestre de 2017, mas os indicadores de confiança e os inquéritos apontam para uma retoma nos próximos meses. As condições financeiras nas economias avançadas permanecem favoráveis, apoiadas por políticas monetárias acomodáticas nas economias avançadas e por expetativas de um estímulo orçamental nos Estados Unidos. Os mercados financeiros nas economias emergentes também apresentaram uma recuperação, após o resultado das eleições nos Estados Unidos em finais de 2016. Numa análise prospetiva, a expetativa é de uma aceleração moderada da atividade económica mundial. As perspetivas entre as economias avançadas implicam a continuação da recuperação cíclica, com a redução gradual

dos respetivos desvios do produto. Entre as economias emergentes, o crescimento deverá permanecer resiliente nos países importadores de matérias-primas como a Índia e a China, ao passo que se espera que a atividade nos países exportadores de matérias-primas comece a recuperar após recessões profundas. De acordo com as projeções, a atividade a nível mundial (excluindo a área do euro) deverá expandir-se 3.5% em 2017 e 3.8% em 2018 e 2019, mantendo-se inalterada em comparação com o exercício de projeção anterior.

## Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Junho de 2017				Março de 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.2	3.5	3.8	3.8	3.1	3.5	3.8	3.8
Comércio mundial (excluindo a área do euro) <sup>1)</sup>	0.9	4.4	3.8	3.9	1.2	3.4	3.7	3.8
Procura externa da área do euro <sup>2)</sup>	1.3	3.7	3.4	3.5	1.6	2.8	3.4	3.5

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

2) Calculada como uma média ponderada das importações dos parceiros comerciais da área do euro.

**Após um fortalecimento significativo nos últimos meses, espera-se que o comércio mundial se expanda gradualmente ao longo do horizonte de projeção.** O comércio mundial deverá registar uma expansão em consonância com a retoma da atividade económica mundial no médio prazo. Em comparação com as projeções de março de 2017, a procura externa da área do euro foi revista em alta em 2017, refletindo sobretudo dados recentes mais fortes do que o esperado.

**Segundo as projeções, as exportações extra-área do euro serão apoiadas pela recuperação da procura mundial.** Estima-se que a procura externa da área do euro tenha ganho dinamismo no segundo semestre de 2016 e no início de 2017, em virtude do aumento da procura de importações tanto nas economias avançadas (nomeadamente, Estados Unidos e Japão) como nas economias emergentes (em particular, China, Rússia e Brasil). Numa análise prospetiva, a procura de importações deverá aumentar nas economias avançadas e nas economias emergentes, embora permaneça moderada no Reino Unido. As exportações extra-área do euro deverão beneficiar do aumento da procura externa ao longo do horizonte de projeção. Quanto às importações extra-área do euro, espera-se que registem um crescimento mais rápido do que as exportações extra-área do euro e em conformidade com a sua elasticidade histórica em relação à procura total. O excedente da balança corrente da área do euro deverá apresentar uma ligeira diminuição durante o horizonte de projeção, em parte devido ao desvanecimento dos anteriores efeitos dos termos de troca relacionados com preços do petróleo.

**O desvio negativo do produto deverá registar uma redução ao longo do horizonte de projeção.** Estima-se que o crescimento do produto potencial seja ligeiramente superior a 1% no horizonte de projeção e que, por conseguinte, permaneça claramente abaixo do projetado crescimento real efetivo do PIB de cerca de 1.8%. O fraco dinamismo do produto potencial reflete sobretudo um contributo bastante reduzido do capital, na sequência de um período prolongado de investimento historicamente baixo. Projeta-se que o contributo da mão de obra aumente, espelhando a crescente participação da população ativa, devido a

reformas estruturais anteriores. O contributo da mão de obra permanecerá, porém, um pouco abaixo da sua média antes da crise, em virtude do envelhecimento da população. Espera-se que o contributo da produtividade total dos fatores se situe apenas ligeiramente abaixo do seu nível anterior à crise.

**As condições no mercado de trabalho da área do euro deverão continuar a melhorar ao longo do horizonte de projeção.** Projeta-se que o emprego continue a aumentar durante o horizonte de projeção, embora perca gradualmente algum dinamismo. No curto prazo, tal reflete sobretudo o desvanecimento de alguns fatores temporários favoráveis que afetam o crescimento do emprego. No resto do horizonte, pressupõe-se que a escassez da oferta de mão de obra qualificada constitua cada vez mais uma limitação em alguns países, travando o crescimento do emprego e conduzindo a um aumento do número de horas trabalhadas por empregado. Esta evolução do emprego implica um aumento do crescimento da produtividade do trabalho, o que reflete uma utilização crescente tanto do capital como da mão de obra no contexto da diminuição da margem disponível na economia. Espera-se que a taxa de desemprego diminua para 8.3% em 2019, mas que se mantenha acima do nível anterior à crise (7.5% em 2007).

**Em comparação com as projeções de março de 2017, o crescimento real do PIB foi objeto de uma revisão em alta.** O sentimento muito favorável das empresas e dos consumidores, aliado a uma procura externa mais forte, sugere um crescimento de curto prazo um pouco mais robusto do que o anteriormente esperado. Para além do curto prazo, os impactos ascendentes decorrentes de preços do petróleo mais baixos, taxas de juro de longo prazo mais reduzidas e preços das ações mais elevados, assim como de um consumo público e um investimento público mais fortes, são apenas parcialmente atenuados pelos efeitos descendentes de uma apreciação da taxa de câmbio do euro.

## 2

### Preços e custos

**A inflação medida pelo IHPC deverá situar-se, em média, em 1.5% em 2017. Subsequentemente, deverá baixar para 1.3% em 2018, aumentando depois para 1.6% em 2019.** A evolução divergente na componente de preços dos produtos energéticos do IHPC e na componente do IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares explica, em grande medida, o perfil em V da inflação global ao longo do horizonte de projeção. Espera-se que a inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC registe um forte aumento em 2017, face a 2016, e que, em seguida, evolua de forma mais moderada, refletindo o recente aumento dos preços do petróleo e um perfil relativamente horizontal da curva dos preços dos futuros do petróleo em termos prospetivos. O contributo positivo da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC para a inflação global, que se considera que ascenderá a 0.4 pontos percentuais em 2017, deverá diminuir substancialmente ao longo dos próximos dois anos.

**Espera-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares aumente de forma gradual durante o horizonte de projeção.** O principal fator subjacente ao esperado fortalecimento da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares é o aumento dos custos unitários do trabalho, face aos progressos e à consolidação da retoma. Um fator impulsionador subjacente a esta situação é a esperada diminuição da margem disponível no mercado de trabalho, que deverá fomentar o crescimento dos salários. Além disso, espera-se que fatores que atenuaram o crescimento salarial nos últimos anos, tais como a necessidade de recuperar competitividade de preços em alguns países, se desvançam gradualmente, o que deverá proporcionar um apoio adicional ao aumento previsto da taxa de crescimento da remuneração por trabalhador. O crescimento dos custos unitários do trabalho deverá aumentar um pouco menos do que o crescimento dos salários ao longo do horizonte de projeção. A subida dos preços do petróleo desde inícios de 2016 deverá também contribuir ligeiramente, de forma indireta, para estas pressões ascendentes sobre os custos através de custos de produção mais elevados e respetivas repercussões nos salários nominais, à luz dos habituais desfasamentos na transmissão.

**Considera-se que as pressões externas sobre os preços deixarão de atenuar os preços no consumidor na área do euro durante o horizonte de projeção.**

Após quatro anos de descidas dos preços das importações, a taxa de crescimento anual dos preços das importações deverá passar a ser positiva em 2017. Esta inflexão deve-se principalmente à subida dos preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas desde 2016. O subsequente abrandamento das taxas de crescimento dos preços das importações reflete igualmente a moderação da evolução dos preços das matérias-primas. Além dos preços das matérias-primas, as pressões inflacionistas a nível mundial deverão, de forma mais geral, aumentar gradualmente. Considera-se que os custos de produção mundiais aumentarão de modo progressivo, à medida que a margem disponível na economia mundial diminui. Contudo, o nível ainda elevado de capacidade produtiva disponível mundial e a concorrência intensa face a países com baixos custos atenuarão as pressões sobre os preços a nível mundial.

**A melhoria das condições no mercado de trabalho é vista como a fonte predominante de crescentes pressões internas sobre os custos nos próximos anos.** Projeta-se que o crescimento da remuneração por trabalhador aumente de 1.7% em 2017 para 2.4% em 2019. A reduzida margem disponível no mercado de trabalho da área do euro e a cada vez maior escassez da oferta de mão de obra em algumas regiões da área do euro são importantes fatores subjacentes a esta recuperação do crescimento dos salários. Além disso, espera-se que a recente subida significativa da inflação global se traduza em aumentos mais elevados dos salários nominais nos países da área do euro onde os processos de formação salarial incluem elementos de preços retrospectivos. Este efeito poderá, contudo, tornar-se mais relevante a partir de 2018, dado que, em vários países, a maioria das negociações salariais para 2017 já terminou. No entanto, este efeito ainda poderá ser fraco, pois restringe-se a países onde a indexação salarial (implícita) está ligada à inflação global. Além disso, é limitado pelo facto de vários países terem reduzido o

grau de indexação salarial à inflação nos últimos anos. Algum novo dinamismo ascendente ao nível do crescimento dos salários deverá advir do esperado reforço do crescimento da produtividade durante o horizonte de projeção. Acresce que diversos fatores atenuantes que afetam o crescimento salarial deverão enfraquecer ao longo do horizonte de projeção. Entre eles, conta-se, por exemplo, a contenção salarial latente, à luz da obrigatória rigidez em sentido descendente dos salários nominais durante a crise. Adicionalmente, espera-se que cessem as medidas no sentido de reduzir as contribuições para a segurança social e prosseguir a moderação salarial no setor público em alguns países.

**Considera-se que as margens de lucro registrarão um alargamento ao longo do horizonte de projeção, a um ritmo um pouco mais forte do que o observado recentemente.** Com o desvanecimento do efeito atenuante dos recentes aumentos dos preços do petróleo nas margens de lucro, espera-se que estas apresentem uma expansão ligeiramente mais rápida do que nos últimos trimestres, beneficiando da continuação da recuperação económica. Todavia, é provável que a expansão das margens de lucro seja um pouco atenuada, durante o horizonte de projeção, pelos esperados aumentos do crescimento dos custos unitários do trabalho e das pressões sobre a competitividade a nível mundial.

**Em comparação com as projeções de março de 2017, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas ligeiramente em baixa.** Os preços do petróleo mais baixos do que o pressuposto nas projeções de março de 2017 implicam uma revisão em sentido descendente da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC para 2017 e 2018. De igual modo, as projeções relativas aos preços dos produtos alimentares foram objeto de uma revisão em baixa ao longo de todo o horizonte de projeção. Além disso, a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares foi revista em sentido descendente no que se refere a 2018 e 2019. Esta revisão em baixa reflete, em parte, efeitos indiretos de preços do petróleo mais baixos e a taxa de câmbio do euro ligeiramente mais forte, mas também perspetivas mais baixas para as pressões subjacentes sobre os custos e os preços em várias economias da área do euro.

### 3 Perspetivas orçamentais

**Segundo as projeções, a orientação orçamental deverá apresentar-se globalmente neutra de 2017 a 2019.** A orientação da política orçamental é medida como a variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. O impacto tanto de fatores não discricionários como de medidas discricionárias é avaliado como sendo neutro no decurso de todo o horizonte.

**Projeta-se que, ao longo do horizonte de projeção, tanto o rácio do défice orçamental como o rácio da dívida pública exibam uma trajetória descendente.** A melhoria do saldo orçamental deve-se a uma nova diminuição dos pagamentos de juros durante o horizonte e à melhoria da componente cíclica, o que mais do que compensou uma ligeira deterioração do saldo primário corrigido do ciclo. A redução

gradual da dívida pública ao longo do horizonte de projeção decorre do diferencial favorável entre taxa de crescimento e taxa de juro<sup>4</sup> e dos excedentes primários projetados.

**Em comparação com as projeções publicadas em março de 2017, as perspetivas no tocante aos rácios do défice orçamental e da dívida pública não foram, em geral, objeto de revisão.**

## Quadro 1

### Projeções macroeconómicas para a área do euro<sup>1)</sup>

(variação anual, em percentagem)

	Junho de 2017				Março de 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB real	1.7	1.9	1.8	1.7	1.7	1.8	1.7	1.6
		[1.6 - 2.2] <sup>2)</sup>	[0.8 - 2.8] <sup>2)</sup>	[0.6 - 2.8] <sup>2)</sup>		[1.5 - 2.1] <sup>2)</sup>	[0.7 - 2.7] <sup>2)</sup>	[0.5 - 2.7] <sup>2)</sup>
Consumo privado	1.9	1.5	1.6	1.4	1.9	1.4	1.4	1.4
Consumo público	1.8	1.2	1.2	1.1	2.0	1.1	1.0	1.1
Formação bruta de capital fixo	3.6	3.7	3.4	3.0	2.5	2.8	3.2	2.8
Exportações <sup>3)</sup>	2.8	4.8	4.3	4.1	2.9	4.3	4.1	4.0
Importações <sup>3)</sup>	4.0	5.2	4.6	4.3	3.5	4.6	4.4	4.2
Emprego	1.4	1.4	1.0	0.9	1.3	1.0	1.0	0.8
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	10.0	9.4	8.8	8.3	10.0	9.4	8.9	8.4
IHPC	0.2	1.5	1.3	1.6	0.2	1.7	1.6	1.7
		[1.4 - 1.6] <sup>2)</sup>	[0.6 - 2.0] <sup>2)</sup>	[0.7 - 2.5] <sup>2)</sup>		[1.4 - 2.0] <sup>2)</sup>	[0.9 - 2.3] <sup>2)</sup>	[0.8 - 2.6] <sup>2)</sup>
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	0.9	1.2	1.4	1.6	0.9	1.2	1.6	1.8
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	0.9	1.1	1.4	1.7	0.9	1.1	1.5	1.8
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos <sup>4)</sup>	0.8	1.1	1.4	1.7	0.8	1.1	1.5	1.8
Custos unitários do trabalho	0.9	1.1	1.3	1.5	0.9	1.1	1.4	1.6
Remuneração por trabalhador	1.3	1.7	2.1	2.4	1.3	1.8	2.1	2.4
Produtividade do trabalho	0.3	0.5	0.8	0.9	0.4	0.7	0.7	0.8
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-1.5	-1.3	-1.2	-1.0	-1.6	-1.4	-1.2	-0.9
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) <sup>5)</sup>	-1.6	-1.5	-1.4	-1.3	-1.7	-1.5	-1.4	-1.1
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	89.2	87.9	86.4	84.7	89.3	88.0	86.4	84.5
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	3.4	2.8	2.8	2.9	3.4	3.1	3.2	3.3

<sup>4)</sup> O diferencial é calculado como a diferença entre a taxa de juro nominal efetiva sobre a dívida e a taxa de crescimento nominal do PIB.

- 
- 1) As projeções para o PIB real e respetivas componentes têm por base dados corrigidos de dias úteis.
  - 2) Os intervalos em torno das projeções baseiam-se nas diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excecionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE (*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*), publicado em dezembro de 2009 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE.
  - 3) Incluindo comércio intra-área do euro.
  - 4) O subíndice tem por base estimativas do impacto efetivo dos impostos indiretos. Tal poderá diferir dos dados do Eurostat, que assentam no pressuposto de uma transmissão integral e imediata dos efeitos fiscais ao IHPC.
  - 5) Calculado como o saldo orçamental das administrações públicas líquido de efeitos transitórios do ciclo económico e de medidas temporárias tomadas pelos governos (para informação sobre a abordagem do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), ver o Documento de Trabalho n.º 77, de setembro de 2001, e o Documento de Trabalho n.º 579, de janeiro de 2007, da *Série de Documentos de Trabalho do BCE*). A projeção do saldo estrutural não é obtida a partir de uma medida agregada do desvio do produto. De acordo com a metodologia do SEBC, as componentes cíclicas são calculadas separadamente para as diferentes rubricas da receita e da despesa. Para mais pormenores, ver a caixa intitulada "Ajustamento cíclico do saldo orçamental público", na edição de março de 2012 do *Boletim Mensal do BCE*, e a caixa intitulada "O saldo estrutural como indicador da posição orçamental subjacente", na edição de setembro de 2014 do *Boletim Mensal do BCE*.

## Caixa 3

### Análises de sensibilidade

---

**As projeções assentam fortemente em pressupostos técnicos acerca da evolução de determinadas variáveis fundamentais.** Dado que algumas dessas variáveis podem ter um impacto considerável nas projeções para a área do euro, examinar a sensibilidade destas últimas no que respeita a trajetórias alternativas desses pressupostos implícitos pode ajudar na análise dos riscos em torno das projeções. Na presente caixa, é abordada a incerteza quanto a determinados pressupostos subjacentes importantes e a sensibilidade das projeções a essas variáveis.

#### 1) Trajetória alternativa dos preços do petróleo

**Modelos alternativos dos preços do petróleo apontam para o risco de os preços do petróleo ao longo do horizonte de projeção serem superiores ao sugerido pelos preços dos futuros do petróleo.** Os pressupostos técnicos relativos à evolução dos preços do petróleo subjacentes às projeções de referência, baseados nos mercados de futuros, preveem um perfil relativamente horizontal dos preços do petróleo, com os preços do petróleo bruto Brent a oscilar em torno de USD 51.5 por barril até ao final de 2019. Esta trajetória é coerente com uma recuperação moderada da procura mundial de petróleo, um cenário associado a um fortalecimento da retoma da economia mundial. A recente extensão do acordo da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) não levou, até à data, a um aumento da curva de preços dos futuros do petróleo, provavelmente devido ao nível das reservas de petróleo, que está próximo do seu máximo histórico, ao possível aumento da produção de petróleo de xisto e a receios de que alguns dos maiores produtores de petróleo possam não seguir o acordo. Uma combinação de modelos alternativos utilizados pelos especialistas do Eurosistema<sup>5</sup> para prever os preços do petróleo no horizonte de projeção sugere atualmente preços do petróleo mais elevados do que o considerado nos pressupostos técnicos. A concretização de uma trajetória alternativa, na qual, até 2019, os preços do petróleo seriam 7.2% mais altos do que na projeção de referência, atenuaria ligeiramente o crescimento real do PIB e implicaria uma subida mais rápida da inflação medida pelo IHPC (aumentando esta 0.1 pontos percentuais em 2018 e 0.2 pontos percentuais em 2019).

#### 2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

**Esta análise de sensibilidade investiga, a título ilustrativo, o impacto de uma trajetória mais baixa da taxa de câmbio do euro, em comparação com a projeção de referência.** Os riscos de depreciação da taxa de câmbio do euro advêm sobretudo de uma divergência, maior do que o

---

<sup>5</sup> Ver a combinação de quatro modelos apresentada no artigo intitulado "Forecasting the price of oil", publicado no *Boletim Económico do BCE*, Número 4/2015.

atualmente esperado, da orientação da política monetária nos dois lados do Atlântico. Mais especificamente, um aumento da taxa dos fundos federais nos Estados Unidos mais rápido do que o esperado pode exercer uma pressão adicional em sentido descendente sobre o euro. Tal pode refletir, em especial, a subida das expectativas de inflação nos Estados Unidos, num contexto de políticas orçamentais expansionistas e de um mercado de trabalho restritivo, quando a incerteza em torno das políticas da nova Administração norte-americana diminuir. A trajetória alternativa da taxa de câmbio do euro foi calculada a partir do percentil 25 da distribuição obtida através das densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções no que respeita à taxa de câmbio USD/EUR em 16 de maio de 2017. Comporta uma depreciação gradual do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a taxa de câmbio USD/EUR a ser de 1.06 em 2019, valor que é cerca de 3% inferior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. Os pressupostos correspondentes relativos à taxa de câmbio efetiva nominal do euro refletem regularidades históricas, segundo as quais variações na taxa de câmbio USD/EUR espelham variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de cerca de 52%. Este pressuposto resulta numa divergência gradual em sentido descendente da taxa de câmbio efetiva do euro relativamente à projeção de referência, colocando a taxa de câmbio efetiva do euro num nível 1.8% abaixo do da projeção de referência para 2019. Neste cenário, a média dos resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados por especialistas aponta para um aumento da inflação medida pelo IHPC e do crescimento do PIB de 0.1 pontos percentuais em 2018 e 0.2 pontos percentuais em 2019.

---

#### **Caixa 4**

Previsões elaboradas por outras instituições

---

**Estão disponíveis várias previsões para a área do euro elaboradas por organizações internacionais e instituições do setor privado.** Todavia, essas previsões não são rigorosamente comparáveis entre si ou com as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema, dado que foram concluídas em momentos distintos. Além disso, utilizam métodos diferentes (parcialmente não especificados) de cálculo dos pressupostos relativos às variáveis orçamentais, financeiras e externas, incluindo preços do petróleo e de outras matérias-primas. Por último, existem diferenças nos métodos de correção de dias úteis utilizados nas diversas previsões (ver o quadro a seguir).

**Como assinalado no quadro, os valores avançados nas projeções atualmente disponíveis de outras instituições indicam que o crescimento real do PIB e a inflação medida pelo IHPC estão, em geral, dentro dos intervalos (apresentados entre parênteses retos no quadro) das projeções dos especialistas do Eurosistema.**

## Comparação de previsões para o crescimento real do PIB e para a inflação medida pelo IHPC, na área do euro

(variação anual, em percentagem)

	Data de publicação	Crescimento do PIB			Inflação medida pelo IHPC		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Projeções dos especialistas do Eurosistema	Junho de 2017	1.9 [1.6 - 2.2]	1.8 [0.8 - 2.8]	1.7 [0.6 - 2.8]	1.5 [1.4 - 1.6]	1.3 [0.6 - 2.0]	1.6 [0.7 - 2.5]
Comissão Europeia	Maio de 2017	1.7	1.8	-	1.6	1.3	-
Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Junho de 2017	1.8	1.8	-	1.7	1.4	-
Barómetro da Zona Euro	Maio de 2017	1.8	1.7	1.5	1.7	1.5	1.7
Previsões da Consensus Economics	Maio de 2017	1.7	1.6	1.4	1.6	1.4	1.7
Inquérito a Analistas Profissionais	Abril de 2017	1.7	1.6	1.5	1.6	1.5	1.7
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Abril de 2017	1.7	1.6	1.6	1.7	1.5	1.6

Fontes: Previsões Económicas Europeias da primavera de 2017, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook*, de abril de 2017, do FMI; *Economic Outlook*, de junho de 2017, da OCDE; Previsões da Consensus Economics, de maio de 2017; Barómetro da Zona Euro da MJEconomics, de maio de 2017, e Inquérito a Analistas Profissionais, realizado pelo BCE, de abril de 2017.

Notas: As projeções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema e do BCE e as previsões da OCDE apresentam taxas de crescimento anuais corrigidas de dias úteis, ao passo que a Comissão Europeia e o FMI apresentam taxas de crescimento anuais não corrigidas de dias úteis por ano. As outras previsões não especificam se foram ou não utilizados dados corrigidos de dias úteis.

© Banco Central Europeu, 2017

Endereço postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemanha

Telefone: +49 69 1344 0

Sítio Web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Todos os direitos reservados. A reprodução para fins pedagógicos e não comerciais é permitida, desde que a fonte esteja identificada.

ISSN 2529-4792 (pdf)

N.º de Catálogo da UE QB-CF-17-001-PT-N (pdf)