



Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema¹ – junho de 2018

Na sequência de um início do ano mais fraco do que o esperado, projeta-se que a expansão económica na área do euro permaneça, ainda assim, robusta e prossiga a um ritmo acima do potencial. Tal como em anteriores exercícios de projeção, o crescimento real do produto interno bruto (PIB) deverá abrandar de forma gradual ao longo do horizonte de projeção, passando de 2.1% em 2018 para 1.7% em 2020², com o desvanecimento de alguns fatores favoráveis. Espera-se que a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) se situe em 1.7% em cada um dos anos do período de projeção, embora com alguma volatilidade no perfil trimestral. A trajetória estável da taxa de inflação anual média oculta uma descida da taxa de inflação anual da componente de preços dos produtos energéticos, a qual é compensada pela subida gradual da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, face ao impacto cada vez maior das restrições em termos de capacidade produtiva.

1 Economia real

O abrandamento do crescimento real do PIB no primeiro trimestre de 2018 refletiu, em parte, fatores temporários, mas implica também que o abrandamento começou mais cedo do que o anteriormente esperado.

Após quatro trimestres consecutivos de crescimento forte, a uma taxa de 0.7% em 2017, o crescimento real do PIB registou uma moderação, situando-se em 0.4%, no primeiro trimestre de 2018. Este abrandamento é parcialmente explicado por um

¹ 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 da informação para os pressupostos técnicos, como os preços do petróleo e as taxas de câmbio, foi 22 de maio de 2018 (ver a caixa 1). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício de projeção foi 31 de maio de 2018.

O exercício de projeção macroeconómica atual abrange o período de 2018 a 2020. 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*.

Para uma versão acessível dos dados subjacentes aos quadros e gráficos selecionados, consultar <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> (página disponível apenas em língua inglesa).

² Os valores referem-se a dados corrigidos de dias úteis.

conjunto de fatores temporários, incluindo más condições meteorológicas, greves em alguns países da área do euro e um nível invulgarmente elevado de baixas por doença no contexto de um surto sazonal de gripe na Alemanha. Além disso, o impacto adverso da anterior apreciação do euro pode ter sido mais forte do que o esperado e as restrições a nível da oferta de trabalho podem ter começado a fazer-se sentir de forma mais intensa antes do esperado. Por último, o abrandamento pode também refletir uma redução do ritmo de crescimento muito forte observado ao longo de 2017.

Numa análise prospetiva, projeta-se, contudo, que o crescimento real do PIB se mantenha sólido nos próximos trimestres, em conformidade com os níveis ainda elevados do sentimento das empresas e dos consumidores. Após uma descida acentuada durante o primeiro trimestre de 2018, a confiança das empresas e dos consumidores estabilizou em abril e maio, permanecendo em níveis elevados de acordo com os padrões históricos. Embora certos indicadores publicados após a data de fecho da informação tenham sido ligeiramente mais fracos do que o esperado, continuam a estar, de um modo geral, em consonância com a trajetória de crescimento projetada.

Quadro 1

Projeções macroeconómicas para a área do euro¹⁾

(variação anual, em percentagem)

	Junho de 2018				Março de 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB real	2.5	2.1	1.9	1.7	2.5	2.4	1.9	1.7
		[1.8 – 2.4] ²⁾	[0.9 – 2.9] ²⁾	[0.6 – 2.8] ²⁾		[2.1 – 2.7] ²⁾	[0.9 – 2.9] ²⁾	[0.7 – 2.7] ²⁾
Consumo privado	1.7	1.6	1.7	1.5	1.9	1.7	1.7	1.5
Consumo público	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
Formação bruta de capital fixo	3.3	4.2	3.3	2.8	3.7	4.4	3.4	2.8
Exportações ³⁾	5.4	4.2	4.4	3.8	5.2	5.3	4.1	3.8
Importações ³⁾	4.6	4.1	4.7	4.0	4.6	5.1	4.5	4.0
Emprego	1.6	1.4	1.1	0.8	1.7	1.4	1.1	0.8
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	9.1	8.4	7.8	7.3	9.1	8.3	7.7	7.2
IHPC	1.5	1.7	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4	1.7
		[1.6 – 1.8] ²⁾	[1.0 – 2.4] ²⁾	[0.9 – 2.5] ²⁾		[1.1 – 1.7] ²⁾	[0.6 – 2.2] ²⁾	[0.8 – 2.6] ²⁾
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	1.2	1.3	1.7	1.9	1.2	1.2	1.6	1.9
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	1.0	1.1	1.6	1.9	1.0	1.1	1.5	1.8
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos ⁴⁾	1.0	1.1	1.5	1.9	1.0	1.1	1.5	1.8
Custos unitários do trabalho	0.7	1.5	1.2	1.8	0.8	1.1	1.2	1.8
Remuneração por trabalhador	1.6	2.3	2.1	2.7	1.6	2.2	2.0	2.7
Produtividade do trabalho	0.9	0.7	0.9	0.9	0.8	1.0	0.8	0.9
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-0.9	-0.7	-0.8	-0.5	-1.0	-0.7	-0.6	-0.3
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) ⁵⁾	-0.9	-0.9	-1.0	-0.9	-1.0	-1.0	-0.9	-0.9
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	86.7	84.8	82.7	80.4	86.7	84.4	82.1	79.7
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	3.5	2.9	2.5	2.5	3.7	4.2	4.3	4.5

1) As projeções para o PIB real e respetivas componentes têm por base dados corrigidos de dias úteis. Os dados divulgados pelo Eurostat em 7 de junho de 2018 relativamente ao PIB e às suas principais componentes (publicados após a data de fecho da informação) apontam para uma taxa de crescimento real do PIB, corrigida de dias úteis, de 2.6% em 2017.

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*.

No médio prazo, mantêm-se os fundamentos para uma continuação da

expansão. Espera-se que vários fatores propícios continuem a apoiar a procura interna. A transmissão da orientação muito acomodatória da política monetária do BCE à economia prossegue. O crescimento do crédito ao setor privado continua a aumentar, impelido pelas taxas de juro baixas e pelas condições de financiamento bancário favoráveis. A menor necessidade de desalavancagem contribuirá

igualmente para o dinamismo da despesa privada. Além disso, o consumo privado e o investimento residencial deverão beneficiar das condições sólidas no mercado de trabalho e do aumento do património líquido. Paralelamente, o investimento empresarial continuará a expandir-se, refletindo também a subida dos lucros no contexto da intensificação das pressões do lado da procura e da elevada utilização da capacidade produtiva. As exportações da área do euro deverão permanecer robustas, beneficiando da continuação da expansão da atividade económica mundial e do correspondente crescimento da procura externa da área do euro.

No entanto, projeta-se que o crescimento real do PIB registre um abrandamento gradual no horizonte de projeção, com o desaparecimento progressivo de alguns fatores favoráveis. Espera-se que o impacto das anteriores medidas de política monetária diminua gradualmente durante o horizonte de projeção. O abrandamento da taxa de crescimento da procura externa da área do euro deverá atenuar o crescimento das exportações. O crescimento do emprego deverá também abrandar – em parte, em resultado do impacto cada vez maior da escassez de oferta de mão de obra em alguns países da área do euro. Além disso, espera-se que o crescimento do consumo privado registre uma moderação, refletindo uma normalização do rácio de poupança face a níveis baixos, no contexto da expansão cíclica em alguns países da área do euro.

O crescimento do rendimento disponível real deverá fortalecer-se em 2018 e 2019, num enquadramento de salários mais elevados e de cortes dos impostos diretos, enfraquecendo em 2020. Espera-se que o contributo dos salários e vencimentos brutos para o crescimento do rendimento disponível aumente de forma acentuada em 2018, impulsionado pelo crescimento salarial mais forte, registando depois um ligeiro enfraquecimento no resto do período, dado que os novos aumentos do crescimento dos salários nominais não podem compensar plenamente o impacto do abrandamento do emprego. Projeta-se uma subida marginal de outros rendimentos pessoais, em consonância com o aumento dos lucros. Quanto ao contributo das transferências orçamentais líquidas, espera-se que passe a ser menos negativo em 2018 e 2019, no contexto de cortes das contribuições para a segurança social e da tributação direta, tornando-se de novo mais negativo em 2020. De um modo geral, espera-se que a composição do crescimento do rendimento disponível real passe a ser menos favorável à despesa das famílias, visto que o consumo normalmente reage de uma forma um pouco mais forte a rendimentos adicionais relacionados com o crescimento do emprego do que a variações dos salários reais.

De acordo com as projeções, o consumo privado será um importante fator impulsionador do crescimento ao longo do horizonte de projeção. A confiança favorável dos consumidores, as esperadas novas melhorias das condições no mercado de trabalho e o aumento dos salários reais por trabalhador sugerem um crescimento sólido do consumo nos próximos trimestres. Todavia, projeta-se que o crescimento do consumo privado fique um pouco aquém do crescimento do rendimento disponível real durante o horizonte de projeção, dada a probabilidade de as famílias redirecionarem cada vez mais os seus rendimentos para a poupança.

O crescimento do consumo privado deverá ser apoiado por condições de financiamento bancário favoráveis, reforçadas pelas medidas de política monetária do BCE, e pelos progressos alcançados em termos de desalavancagem. Embora tenham afetado tanto as receitas de juros como os pagamentos de juros das famílias, as taxas de juro baixas tendem a favorecer os mutuários líquidos em detrimento dos aforradores líquidos. Como, em regra, os mutuários líquidos têm maior propensão marginal para consumir, tal deverá apoiar o consumo privado agregado. Além disso, o aumento do património líquido das famílias e os progressos alcançados em termos de desalavancagem deverão igualmente apoiar o consumo.

Ao longo do horizonte de projeção, o rácio de poupança das famílias deverá aumentar de forma gradual de níveis historicamente baixos. O rácio de poupança diminuiu no passado recente, espelhando sobretudo a melhoria da situação económica e financeira das famílias, algum desvanecimento da procura latente, no contexto de grandes compras anteriormente adiadas, e o impacto das taxas de juro muito baixas na propensão das famílias para a poupança. Projeta-se que o rácio de poupança aumente no decurso do horizonte de projeção, refletindo principalmente uma normalização face à expansão cíclica. Além disso, espera-se que as famílias aumentem o seu rácio de poupança em resposta aos cortes dos impostos diretos em alguns países.

Caixa 1

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

Em comparação com as projeções de março de 2018, os pressupostos técnicos incluem uma taxa de câmbio do euro mais fraca, em particular face ao dólar dos Estados Unidos, preços do petróleo mais altos em dólares dos Estados Unidos e taxas de juro mais baixas.

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 22 de maio de 2018. 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 2018, de -0.2% em 2019 e de 0.2% em 2020. As expectativas do mercado quanto às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos na área do euro implicam um nível médio de 1.2% em 2018, 1.5% em 2019 e 1.7% em 2020³. Em comparação com as projeções de março de 2018, as expectativas do mercado em relação às taxas de juro de curto prazo foram objeto de uma revisão em baixa de 10 pontos base para 2019 e 20 pontos base para 2020, ao passo que as taxas de juro

³ 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.

de longo prazo foram revistas em baixa em cerca de 15 pontos base ao longo do horizonte de projeção.

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 22 de maio de 2018, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent aumente de USD 54.4 em 2017 para USD 74.5 em 2018 e diminua para USD 73.5 em 2019 e USD 68.7 em 2020. Esta trajetória implica que, em comparação com as projeções de março de 2018, os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos são mais elevados 14.6% em 2018, 20.2% em 2019 e 17.7% em 2020. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que registem um aumento substancial em 2018 e que, posteriormente, subam de forma um pouco mais moderada⁴.

Relativamente às taxas de câmbio bilaterais, parte-se do pressuposto de que, ao longo do horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevalecentes no período de duas semanas findo em 22 de maio de 2018, a data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio média de USD 1.20 por euro em 2018 e de USD 1.18 por euro em 2019 e 2020, o que compara com USD 1.24 nas projeções de março de 2018. A taxa de câmbio efetiva do euro (face a 38 parceiros comerciais) é 0.3% mais fraca do que o pressuposto nas projeções de março de 2018.

Pressupostos técnicos

	Junho de 2018				Março de 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	-0.3	-0.3	-0.2	0.2	-0.3	-0.3	-0.1	0.4
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	1.0	1.2	1.5	1.7	1.0	1.3	1.6	1.9
Preço do petróleo (USD/barril)	54.4	74.5	73.5	68.7	54.4	65.0	61.2	58.3
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	7.9	9.3	2.5	4.1	7.9	7.4	3.2	4.5
Taxa de câmbio USD/EUR	1.13	1.20	1.18	1.18	1.13	1.23	1.24	1.24
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem)	2.2	4.4	-0.1	0.0	2.2	4.5	0.1	0.0

A expansão do investimento residencial deverá prosseguir, ainda que a uma taxa inferior à observada nos últimos dois anos. O crescimento do investimento em habitação abrandou no segundo semestre de 2017, dado que o setor da construção em alguns países da área do euro começou a enfrentar crescentes restrições do lado da oferta, designadamente escassez de mão de obra. As principais condições para a continuação da retoma do investimento residencial persistem ao longo do horizonte de projeção, com inquéritos a indicarem que as famílias planeiam cada vez mais adquirir ou construir casa nos próximos dois anos

⁴ 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 2019, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial.

ou, em particular, proceder a obras de beneficiação. No entanto, apesar da procura dinâmica de habitação, a expansão deverá ser atenuada pelo crescente impacto das restrições em termos de capacidade produtiva no setor da construção, pelas condições de financiamento ligeiramente mais restritivas e pelas tendências demográficas desfavoráveis.

Espera-se que o investimento empresarial continue a recuperar no decurso do horizonte de projeção, embora a um ritmo decrescente. O investimento empresarial deverá continuar a ser apoiado por vários fatores: a confiança das empresas permanece muito elevada, em resultado das expectativas favoráveis quanto à produção e das carteiras de encomendas consideráveis; a utilização da capacidade produtiva permanece bastante acima da sua média de longo prazo, sendo a falta de equipamento cada vez mais referida como um fator que limita a produção no setor da indústria transformadora; as condições de financiamento deverão permanecer muito favoráveis ao longo do horizonte de projeção; e os lucros deverão registar um aumento, no contexto de um setor das sociedades não financeiras já caracterizado por uma liquidez elevada. Acresce que a recuperação forte dos preços das ações observada nos últimos anos e o crescimento moderado do financiamento por dívida reduziram o rácio de alavancagem (dívida em relação ao total de ativos) no setor das sociedades não financeiras para valores próximos dos mínimos históricos. Todavia, o endividamento bruto consolidado (o rácio da dívida em relação ao rendimento) diminuiu muito menos, situando-se agora nos níveis anteriores à crise. A perda gradual de dinamismo do investimento empresarial durante o horizonte de projeção reflete igualmente a desaceleração geral da procura interna e externa.

Caixa 2

Enquadramento internacional

Embora a expansão da economia mundial tenha prosseguido, dados recentes apontam para um ligeiro abrandamento do dinamismo. O aumento das taxas de rendibilidade, a volatilidade dos mercados bolsistas e a apreciação do dólar dos Estados Unidos contribuíram para condições financeiras um pouco mais restritivas, tendo algumas economias emergentes registado uma tensão acentuada nos mercados financeiros nas últimas semanas. O aumento dos preços do petróleo atenuou as perspetivas nas economias importadoras de petróleo. Contudo, as perspetivas de curto prazo a nível mundial permanecem, na essência, sólidas. As economias avançadas beneficiam de políticas monetárias acomodáticas, enquanto os Estados Unidos, em particular, beneficiaram do considerável estímulo orçamental no país. As economias orientadas para as exportações foram impulsionadas pela retoma do comércio mundial, sendo os países exportadores de matérias-primas apoiados pela subida dos preços das matérias-primas. Ainda que os receios em relação ao protecionismo se tenham adensado, é provável que os aumentos de tarifas implementados até à data (pelos Estados Unidos sobre as importações de aço e alumínio) tenham apenas efeitos macroeconómicos diretos reduzidos, embora a tendência geral para um maior protecionismo possa pesar sobre a confiança dos investidores. Numa análise prospetiva, a expectativa é de que a atividade económica abrande no médio prazo, à medida que os ciclos económicos atingem a maturidade nas economias avançadas e o apoio em termos de políticas diminui gradualmente. É provável que a transição da China para uma trajetória de crescimento mais reduzido, menos dependente de estímulos de política, afete as perspetivas. Além disso,

apesar de as economias exportadoras de matérias-primas registarem uma recuperação, ainda são confrontadas com a necessidade de consolidação orçamental. Em geral, projeta-se que o crescimento da atividade mundial (excluindo a área do euro) aumente de 3.8% em 2017 para 4.0% em 2018 e registre depois uma desaceleração até 2020, situando-se em 3.7%. Em comparação com as projeções de março de 2018, o crescimento do PIB mundial foi objeto de uma revisão em baixa, de 0.1 pontos percentuais para 2018 e 2019. Em 2018, tal reflete dados menos fortes no início do ano nas economias avançadas e, em 2019, espelha perspectivas mais fracas em algumas economias emergentes.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Junho de 2018				Março de 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.8	4.0	3.9	3.7	3.8	4.1	3.9	3.7
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	5.2	5.1	4.6	4.0	5.6	4.9	4.5	3.9
Procura externa da área do euro ²⁾	5.2	5.2	4.3	3.7	5.5	4.7	4.1	3.6

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 crescimento forte em 2017, os indicadores do comércio mundial apontam para uma desaceleração modesta nos primeiros meses do presente ano. No entanto, a continuação do dinamismo cíclico no curto prazo deverá reforçar o comércio mundial, suplantando os efeitos adversos das tarifas mais elevadas nos Estados Unidos e na China. Ainda assim, com o desvanecimento das forças cíclicas, espera-se que o comércio mundial desacelere, apresentando um crescimento no médio prazo globalmente em linha com a atividade. Quanto ao crescimento da procura externa da área do euro, espera-se que seja de 5.2% em 2018, abrandando depois até 2020 e situando-se em 3.7%. Em comparação com as projeções de março de 2018, o crescimento da procura externa anual da área do euro foi revisto em alta em 0.5 pontos percentuais no que toca a 2018, devido a um efeito de repercussão de uma revisão em sentido ascendente dos dados para o quarto trimestre de 2017, a qual compensa o crescimento ligeiramente mais fraco das importações a nível mundial no início de 2018. O crescimento da procura externa da área do euro foi objeto de uma ligeira revisão em alta no que respeita a 2019 e 2020, refletindo sobretudo expectativas de um crescimento com uma maior intensidade de comércio em algumas economias da Europa Central e de Leste.

De acordo com as projeções, o crescimento das exportações extra-área do euro será atenuado pela recente apreciação do euro, a par do abrandamento da procura externa. Espera-se que as exportações extra-área do euro apresentem um ritmo de crescimento mais lento do que a procura externa da área do euro nos próximos trimestres, em virtude da anterior apreciação do euro, implicando algumas novas perdas limitadas em termos de quotas de mercado das exportações. As importações extra-área do euro deverão beneficiar da evolução positiva da procura interna e, nos próximos trimestres, do euro mais forte. Como se projeta que a desaceleração do crescimento das importações seja menor do que a do crescimento das exportações, o contributo do comércio líquido para o crescimento

económico deverá ser apenas marginalmente positivo durante o horizonte de projeção, após um contributo muito positivo em 2017.

Projeta-se uma desaceleração do crescimento do emprego, visto esperar-se que a escassez de mão de obra passe a ter um impacto cada vez maior em alguns países. O número de indivíduos empregados na área do euro aumentou 0.3% no quarto trimestre de 2017, estimando-se que tenha registado nova expansão no primeiro trimestre deste ano. A recente força do crescimento do emprego foi generalizada entre os países e inquéritos prospetivos sugerem a continuação de um crescimento sólido do emprego no curto prazo. Contudo, projeta-se que o crescimento do emprego perca algum dinamismo. Em 2018, espera-se que o impacto de alguns fatores temporários favoráveis (tais como estímulos orçamentais em determinados países da área do euro) se desvaneça de forma gradual, projetando-se que o emprego no setor público diminua em alguns países. Posteriormente, pressupõe-se que a escassez de oferta de mão de obra se intensifique em alguns países.

O crescimento da população ativa será, de acordo com as projeções, cada vez mais atenuado pela escassez de oferta de mão de obra. Espera-se que a expansão da população ativa prossiga durante o horizonte de projeção, refletindo os valores líquidos relativos à imigração de trabalhadores, a esperada integração de refugiados e um novo aumento das taxas de participação no mercado de trabalho. Não obstante, projeta-se que estes efeitos positivos sejam suplantados gradualmente ao longo do horizonte de projeção pelo impacto adverso do envelhecimento da população, dado o número de trabalhadores mais velhos a deixar de integrar a população ativa ser superior ao número de trabalhadores mais jovens a integrá-la e porque os trabalhadores mais velhos apresentam taxas de participação inferiores (apesar do esperado ligeiro aumento destas últimas).

Relativamente à taxa de desemprego, espera-se que diminua para 7.3% em 2020. Esta desceu para 8.6% no primeiro trimestre de 2018, o nível mais baixo observado desde finais de 2008. Numa análise prospetiva, projeta-se que o número de desempregados continue a diminuir de modo considerável, aproximando-se dos mínimos pré-crise.

Refletindo o seu padrão cíclico, o crescimento da produtividade do trabalho permanecerá sustentado. A produtividade do trabalho aumentou 0.9% em 2017. Em termos prospetivos, o suprarreferido abrandamento do crescimento do emprego, a cada vez maior utilização de capital num contexto de diminuição da margem disponível na economia, o aumento do número de horas trabalhadas por indivíduo empregado e alguns ganhos de produtividade total dos fatores sugerem que o crescimento da produtividade do trabalho por indivíduo empregado será, em geral, sustentado durante o horizonte de projeção. Todavia, espera-se que permaneça ligeiramente abaixo da sua taxa média de 1% anterior à crise.

O crescimento real do PIB deverá manter-se acima do crescimento potencial ao longo do horizonte de projeção. Estima-se que o produto potencial tenha adquirido algum dinamismo nos últimos anos, apoiado por contribuições cada vez maiores do capital e da produtividade total dos fatores. No final do horizonte de

projeção e embora ainda deva situar-se aquém do crescimento real do PIB, espera-se que o crescimento potencial aumente a uma taxa ligeiramente inferior à registada antes da crise. Importa, porém, destacar que tanto o crescimento potencial como os seus fatores impulsionadores não são observáveis e que a incerteza em torno das estimativas é considerável.

Em comparação com as projeções de março de 2018, o crescimento real do PIB foi revisto em baixa no que respeita a 2018 e permanece globalmente inalterado no tocante a 2019 e 2020. A revisão em sentido descendente do valor para 2018 está relacionada sobretudo com um crescimento real do PIB no primeiro trimestre mais fraco do que o anteriormente esperado.

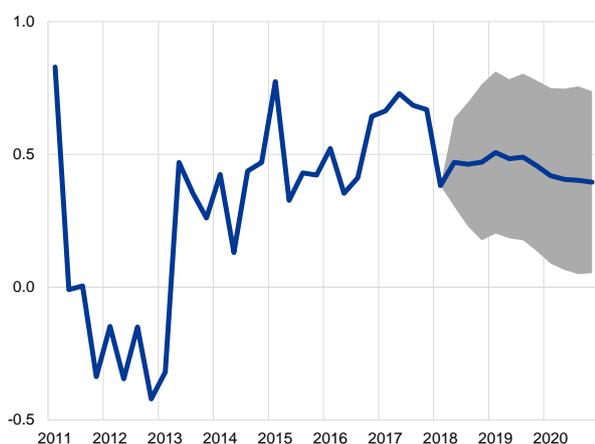
Gráfico 1

Projeções macroeconómicas¹⁾

(dados trimestrais)

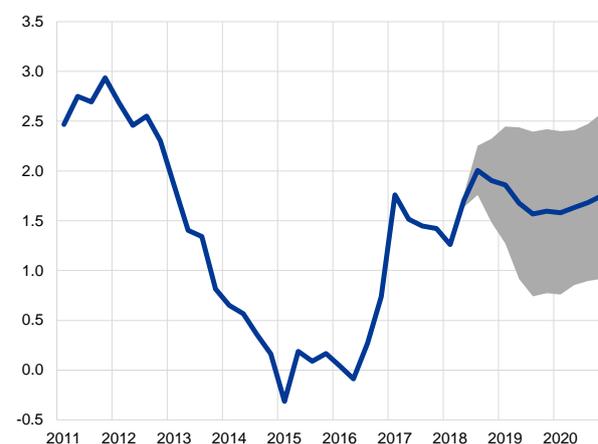
PIB real da área do euro²⁾

(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 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 (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf>).

2) Dados corrigidos de dias úteis.

2

Preços e custos

De acordo com as projeções, a inflação medida pelo IHPC manterá uma trajetória horizontal, em 1,7%, em cada um dos anos do horizonte, visto que o perfil descendente da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC compensa o fortalecimento gradual da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. Embora seja esperado um fortalecimento da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC nos próximos meses, refletindo os aumentos recentes dos preços do petróleo e alguns efeitos de base em sentido ascendente, esta deverá diminuir de forma acentuada desde o final de 2018 até meados de 2019, devido a fortes efeitos de base em sentido descendente. A partir de então, espera-se que contribua negativamente para a inflação medida pelo IHPC

global, refletindo a trajetória descendente da curva de preços dos futuros do petróleo, não obstante alguns efeitos em sentido ascendente decorrentes dos impostos sobre os produtos energéticos. Considera-se que a inflação da componente de preços dos produtos alimentares do IHPC manterá uma trajetória globalmente horizontal, em torno de 2.0%, durante o horizonte. No que respeita à inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos, projeta-se que aumente, à medida que as restrições da oferta têm um impacto cada vez maior. Mais especificamente, espera-se que a crescente rigidez do mercado de trabalho, com a intensificação das restrições da oferta de mão de obra em alguns países, leve a uma subida do crescimento dos salários e que, em virtude da trajetória bastante horizontal das perspectivas quanto à produtividade do trabalho, os consequentes aumentos mais elevados dos custos unitários do trabalho sejam transmitidos, pelo menos em parte, aos preços. Esperam-se alguns novos efeitos em sentido ascendente sobre a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, em resultado da evolução dos preços externos, devido ao impacto indireto, nesta componente da inflação, de anteriores subidas dos preços do petróleo e dos pressupostos aumentos dos preços das matérias-primas não energéticas. Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares suba de forma gradual, situando-se em 1.9% em 2020.

O crescimento dos salários deverá registar uma subida acentuada durante o horizonte de projeção, à medida que os mercados de trabalho se tornam mais restritivos e as medidas que atenuaram o crescimento dos salários em alguns países nos últimos anos cessam.

Projeta-se que o crescimento da remuneração por trabalhador aumente de 1.6% em 2017 para 2.7% em 2020⁵. Espera-se que o grau de fortalecimento do crescimento dos custos unitários do trabalho seja semelhante ao do crescimento da remuneração por trabalhador, atendendo ao ritmo, em geral, inalterado do crescimento da produtividade ao longo do horizonte de projeção. O principal fator impulsionador do aumento do crescimento salarial prende-se com a nova melhoria prevista das condições no mercado de trabalho da área do euro, a crescente restritividade do mercado de trabalho e a distinta escassez de oferta de mão de obra em algumas regiões da área do euro. Os resultados das recentes negociações salariais em vários países da área do euro tendem a sugerir um dinamismo de crescimento favorável no que toca aos salários, em consonância com a diminuição da margem disponível na economia. É de esperar também que, além do dinamismo cíclico, a subida significativa da inflação global em 2017, em comparação com os três anos precedentes, contribua para o aumento do crescimento salarial nos países da área do euro onde os processos de formação dos salários incluem elementos de indexação retrospectiva. Acresce que fatores relacionados com a crise que tiveram um impacto atenuador

⁵ O abrandamento temporário esperado em 2019 reflete a aplicação de uma medida orçamental em França, nomeadamente a conversão do crédito fiscal para a competitividade e o emprego (o "CICE") num corte permanente das contribuições dos empregadores para a segurança social. Como a diminuição do crescimento da remuneração por trabalhador e dos custos unitários do trabalho é, em grande medida, compensada por um aumento correspondente das margens de lucro, espera-se que o impacto na fixação dos preços seja limitado.

nos salários, tais como a necessidade de moderação salarial em alguns países para recuperar competitividade de preços e a contenção salarial latente, em virtude da forçosa rigidez em sentido descendente dos salários nominais durante a crise, deverão diminuir gradualmente com a continuação e a generalização da expansão económica nos países da área do euro. Além disso, espera-se que algumas medidas governamentais que contiveram o crescimento dos salários no passado se tornem menos relevantes.

Não se espera que as margens de lucro intensifiquem as pressões inflacionistas ao longo do horizonte de projeção. Os projetados aumentos do crescimento dos custos unitários do trabalho e dos impostos indiretos líquidos unitários deverão restringir o ritmo de expansão das margens de lucro, devido ao limitado poder de fixação de preços das empresas, em particular perto do final do horizonte de projeção.

Espera-se que as pressões externas sobre os preços permaneçam positivas, devendo, porém, registar uma moderação ao longo do horizonte de projeção. O deflator das importações subiu fortemente em 2017, refletindo a inflexão dos preços do petróleo e de outras matérias-primas. No decurso do horizonte de projeção, a evolução dos preços das importações deverá moderar. Tal espelha a trajetória descendente dos preços do petróleo e a anterior apreciação do euro, que conterà o impacto da subida dos preços das matérias-primas não petrolíferas e da intensificação gradual das pressões sobre os preços subjacentes a nível mundial, relacionadas com a diminuição da margem disponível na economia mundial.

Em comparação com as projeções de março de 2018, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas consideravelmente em alta no que respeita a 2018 e 2019. A revisão significativa em sentido ascendente dos pressupostos relativos aos preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos, em conjunto com a depreciação do euro face ao dólar implicam uma forte revisão em alta das perspetivas de curto prazo quanto à inflação dos preços no consumidor dos produtos energéticos. A inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares foi revista ligeiramente em alta no que respeita a 2019 e 2020, devido aos efeitos indiretos desfasados em sentido ascendente dos aumentos dos preços do petróleo e às pequenas revisões em alta do crescimento da remuneração por trabalhador.

3

Perspetivas orçamentais

Segundo as projeções, a orientação orçamental da área do euro deverá apresentar-se um pouco expansionista em 2018 e, em média, globalmente neutra no período de 2019 a 2020. A orientação da política orçamental é medida como a variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Em 2018, a orientação expansionista é impulsionada sobretudo por cortes dos impostos diretos e das contribuições para a segurança social e pelo pressuposto de um crescimento mais dinâmico da despesa pública. Em 2019 e 2020, projeta-se que a orientação orçamental seja, em média, neutra, visto que

se projeta que novos cortes dos impostos diretos e das contribuições para a segurança social sejam compensados por um crescimento da despesa pública mais comedido.

Projeta-se que, no horizonte de projeção, os rácios do défice e da dívida públicos exibam uma trajetória descendente. A projeção orçamental implica uma diminuição gradual do défice público ao longo do horizonte de projeção, devido principalmente a uma melhoria da componente cíclica e a uma diminuição dos pagamentos de juros, em parte compensadas por uma ligeira deterioração do saldo primário corrigido do ciclo. Espera-se que o rácio da dívida pública em relação ao PIB mantenha uma trajetória descendente durante o horizonte de projeção, apoiado por um diferencial favorável entre taxa de juro e taxa de crescimento⁶ e pela melhoria do saldo primário. Em comparação com as projeções de março de 2018, as perspetivas para o défice pouco se alteraram, ao passo que o rácio da dívida em relação ao PIB foi revisto ligeiramente em alta, devido sobretudo a um diferencial menos favorável entre taxa de juro e taxa de crescimento.

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 alguns 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 do petróleo, preveem um perfil descendente dos preços do petróleo, com os preços do petróleo bruto Brent a situarem-se em cerca de USD 67 por barril no final de 2020. Esta trajetória implícita nos preços dos futuros do petróleo é coerente com o crescimento robusto da procura mundial de petróleo, um cenário associado ao fortalecimento da expansão económica mundial. No que respeita a fatores do lado da oferta, é provável que os preços dos futuros do petróleo reflitam também que os efeitos em sentido descendente sobre os preços do petróleo devidos à expansão da produção de petróleo de xisto nos Estados Unidos são parcialmente compensados pelas tensões geopolíticas e pelo acordo entre a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e alguns produtores não pertencentes à OPEP de reduzir a produção. Uma combinação de modelos alternativos utilizados por especialistas do BCE⁷ para prever os preços do petróleo no horizonte de projeção indica

⁶ 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.

⁷ Ver a combinação de quatro modelos apresentada no artigo intitulado "Forecasting the price of oil", publicado no *Boletim Económico do BCE*, Número 4/2015.

preços do petróleo mais elevados do que o considerado nos pressupostos técnicos.

A concretização de uma trajetória alternativa dos preços do petróleo, determinada a partir desses modelos, na qual, até 2020, os preços do petróleo seriam 8.8% mais altos do que na projeção de referência, atenuaria ligeiramente o crescimento real do PIB (em menos de 0.1 pontos percentuais em 2019 e 2020), implicando, ao mesmo tempo, uma subida mais rápida da inflação medida pelo IHPC (aumentando esta 0.1 pontos percentuais em 2019 e 0.2 pontos percentuais em 2020).

2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

Esta análise de sensibilidade investiga os efeitos de um fortalecimento da taxa de câmbio do euro.

Uma fonte de risco de apreciação decorre de uma recuperação económica na área do euro mais forte do que o esperado, gerando pressões inflacionistas em sentido ascendente. Este cenário é coerente com a distribuição das densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções no que respeita à taxa de câmbio USD/EUR em 22 de maio de 2018, distribuição essa que se apresenta altamente enviesada no sentido de uma apreciação do euro. O percentil 75 da distribuição implica uma apreciação do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a taxa de câmbio a ser de USD 1.36 por euro em 2020, valor que é 14.8% superior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. O pressuposto correspondente relativo à taxa de câmbio efetiva nominal do euro reflete regularidades históricas, segundo as quais variações na taxa de câmbio USD/EUR correspondem a variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de um pouco mais de 50%. Neste cenário, a média dos resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados pelos especialistas aponta para um crescimento real do PIB mais baixo 0.5 pontos percentuais em 2019 e 0.3 pontos percentuais em 2020, sendo a inflação medida pelo IHPC 0.5 pontos percentuais mais baixa tanto em 2019 como em 2020.

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, visto 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 entidades indicam que o crescimento real do PIB e a inflação medida pelo IHPC estão 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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projeções dos especialistas do Eurosistema	Junho de 2018	2.1	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7
		[1.8 – 2.4]	[0.9 – 2.9]	[0.6 – 2.8]	[1.6 – 1.8]	[1.0 – 2.4]	[0.9 – 2.5]
Comissão Europeia	Maio de 2018	2.3	2.0	–	1.5	1.6	–
Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Maio de 2018	2.2	2.1	–	1.6	1.8	–
Barómetro da Zona Euro	Maio de 2018	2.3	1.9	1.6	1.5	1.5	1.8
Previsões da Consensus Economics	Maio de 2018	2.3	1.9	1.4	1.5	1.5	1.7
Inquérito a Analistas Profissionais	Abril de 2018	2.4	2.0	1.6	1.5	1.6	1.7
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Abril de 2018	2.4	2.0	1.7	1.5	1.6	1.8

Fontes: Previsões económicas da primavera de 2018, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook*, de abril de 2018, do FMI; *Economic Outlook*, de maio de 2018, da OCDE; Previsões da Consensus Economics, de maio de 2018, sendo o valor relativo a 2020 retirado do inquérito às previsões de longo prazo de abril de 2018; Barómetro da Zona Euro, de maio de 2018, da MJEconomics; e Inquérito a Analistas Profissionais, de abril de 2018, realizado pelo BCE.

Nota: 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 restantes previsões não especificam se são, ou não, utilizados dados corrigidos de dias úteis.

© Banco Central Europeu, 2018

Endereço postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemanha
 Telefone: +49 69 1344 0
 Sítio Web: 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)
 Número de catálogo da UE QB-CF-18-001-PT-N (pdf)