BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema[1] – dezembro de 2017

Projeta-se que a expansão económica na área do euro permaneça robusta, com um crescimento mais forte do que antes esperado e significativamente acima do potencial. O crescimento real do produto interno bruto (PIB) deverá abrandar de forma gradual, passando de 2.4% em 2017 para 1.7% em 2020, à medida que os efeitos de uma série de fatores que apoiam o crescimento se desvanecem lentamente. Espera-se que a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) se mantenha, em geral, estável nos próximos trimestres, subindo depois para 1.7% em 2020, sustentada pelo aumento da inflação subjacente, face ao crescente caráter vinculativo das restrições em termos de capacidade produtiva. A inflação medida pelo IHPC é revista ligeiramente em alta no curto prazo, devido aos preços mais elevados do petróleo e dos produtos alimentares.

1 Economia real

Indicadores muito favoráveis sugerem que o crescimento real do PIB permanecerá robusto no curto prazo. De acordo com os dados mais recentes divulgados pelo Eurostat, o PIB real aumentou 0.6% no terceiro trimestre de 2017, impulsionado pelos contributos fortes da procura interna e, em especial, das despesas de investimento fixo. As condições no mercado de trabalho continuaram a melhorar nos últimos meses, a um ritmo ainda mais rápido do que o anteriormente esperado, tendo a taxa de desemprego descido para 9.0% no terceiro trimestre de 2017, o seu nível mais baixo desde finais de 2008. Projeta-se que o crescimento

[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 relativa a pressupostos técnicos, como os preços do petróleo e as taxas de câmbio, foi 22 de novembro de 2017 (ver a caixa 1). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício de projeção foi 30 de novembro de 2017.
O exercício de projeção macroeconómica atual abrange o período de 2017 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).

real do PIB se mantenha robusto no curto prazo, em consonância com os níveis muito elevados do sentimento das empresas e dos consumidores.

No médio prazo, o crescimento ainda é apoiado pelas condições de financiamento favoráveis, pela melhoria do mercado de trabalho e pela prossecução da recuperação mundial. Para além do curto prazo, espera-se que vários fatores propícios continuem a apoiar o consumo privado e o investimento. A transmissão da orientação acomodatícia 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. O consumo privado e o crescimento do investimento residencial deverão beneficiar de novas melhorias das condições no mercado de trabalho. Paralelamente, o investimento empresarial continuará a recuperar, refletindo também um fortalecimento das margens de lucro face a pressões crescentes do lado da procura. As exportações da área do euro deverão permanecer robustas, beneficiando da expansão em curso da atividade económica mundial e do correspondente crescimento da procura externa da área do euro.

Quadro 1

Projeções macroeconómicas para a área do euro[1)]

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2017				Setembro de 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
PIB real	2.4	2.3	1.9	1.7	2.2	1.8	1.7
	[2.3 – 2.5][2)]	[1.7 – 2.9][2)]	[0.9 – 2.9][2)]	[0.6 – 2.8][2)]	[2.1 – 2.3][2)]	[1.0 – 2.6][2)]	[0.6 – 2.8][2)]
Consumo privado	1.9	1.7	1.6	1.5	1.7	1.8	1.5
Consumo público	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
Formação bruta de capital fixo	4.4	4.3	3.4	2.9	4.0	3.9	3.1
Exportações[3)]	5.0	5.1	4.1	3.7	4.7	3.7	3.8
Importações[3)]	5.1	5.2	4.4	3.9	5.2	4.6	4.2
Emprego	1.7	1.3	1.0	0.8	1.5	1.0	0.8
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	9.1	8.4	7.8	7.3	9.1	8.6	8.1
IHPC	1.5	1.4	1.5	1.7	1.5	1.2	1.5
	[1.5 – 1.5][2)]	[0.9 – 1.9][2)]	[0.7 – 2.3][2)]	[0.8 – 2.6][2)]	[1.4 – 1.6][2)]	[0.6 – 1.8][2)]	[0.7 – 2.3][2)]
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	1.2	1.3	1.6	1.9	1.2	1.3	1.5
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	1.0	1.1	1.5	1.8	1.1	1.3	1.5
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos[4)]	1.0	1.1	1.5	1.8	1.1	1.3	1.5
Custos unitários do trabalho	0.9	1.2	1.1	1.8	0.8	1.2	1.4
Remuneração por trabalhador	1.7	2.1	1.9	2.7	1.5	2.0	2.3
Produtividade do trabalho	0.8	1.0	0.9	0.9	0.7	0.8	0.9
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-1.1	-0.9	-0.9	-0.5	-1.3	-1.0	-0.9
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB)[5)]	-1.1	-1.1	-1.1	-1.0	-1.4	-1.3	-1.2
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	87.0	85.1	83.1	80.7	87.5	86.0	84.2
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	3.1	2.9	2.7	2.8	2.9	2.5	2.5

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*.

No entanto, projeta-se que o crescimento real do PIB registe um ligeiro abrandamento no horizonte de projeção, com o desaparecimento gradual de muitos fatores favoráveis. Espera-se que o impacto das anteriores medidas de política monetária diminua gradualmente durante o horizonte de projeção. A apreciação do euro desde abril de 2017 e uma desaceleração da taxa de crescimento da procura externa da área do euro deverão atenuar o crescimento das exportações. Projeta-se igualmente um abrandamento do crescimento do emprego, em parte relacionado com a escassez de oferta de mão de obra em alguns países.

De acordo com as projeções, o consumo privado permanecerá robusto ao longo do horizonte de projeção. A confiança muito favorável dos consumidores, as novas melhorias das condições no mercado de trabalho e o aumento dos salários reais por trabalhador sugerem a continuação de um crescimento sólido do consumo nos próximos trimestres, globalmente em consonância com o poder de compra real. O contributo dos salários e vencimentos brutos para o crescimento do rendimento disponível nominal manter-se-á, em geral, inalterado no decurso do horizonte de projeção, com o impacto do abrandamento do emprego a ser compensado por um crescimento mais forte dos salários nominais. Projeta-se um fortalecimento do crescimento de outros rendimentos pessoais, refletindo uma evolução positiva dos lucros e dos rendimentos da propriedade.

O crescimento do consumo privado também deverá ser apoiado pela melhoria das condições de financiamento bancário, reforçada pelas medidas de política monetária do BCE, e pelos progressos 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 redistribuir recursos dos aforradores líquidos para os mutuários líquidos. Visto que, em regra, os mutuários líquidos têm maior propensão marginal para consumir, esta redistribuição deverá apoiar o consumo privado agregado. Além disso, os progressos alcançados na desalavancagem deverão igualmente contribuir para 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 tem vindo a diminuir nos últimos trimestres, espelhando sobretudo a melhoria da situação económica e financeira das famílias e o impacto das taxas de juro muito baixas na propensão das famílias para a poupança. Projeta-se que o rácio de poupança recupere no decurso do horizonte de projeção, principalmente em resultado da regularização do consumo no contexto da expansão cíclica. Espera-se também um aumento do rácio de poupança das famílias em resposta a cortes nos 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 setembro de 2017, os pressupostos técnicos incluem preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos significativamente mais elevados, mas apenas ligeiras alterações dos pressupostos referentes às taxas de câmbio e outros pressupostos financeiros. Os pressupostos técnicos relativos às taxas de juro e aos preços

das matérias-primas têm por base as expetativas do mercado, com uma data de fecho da informação de 22 de novembro de 2017. As taxas de curto prazo referem-se à EURIBOR a três meses, sendo as expetativas 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 e 2018, -0.1% em 2019 e 0.1% em 2020. As expetativas 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 1.1% em 2017 e 2018, 1.4% em 2019 e 1.7% em 2020[2]. Em comparação com as projeções de setembro de 2017, as expetativas do mercado em relação às taxas de juro de curto prazo foram objeto de uma ligeira revisão em baixa, ao passo que as taxas de juro de longo prazo foram revistas em baixa em cerca de 10 e 20 pontos base, respetivamente em 2018 e 2019.

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 novembro, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent aumente de USD 54.3 em 2017 para USD 61.6 em 2018 e diminua para USD 58.9 em 2019 e USD 57.3 em 2020. Esta trajetória implica que, em comparação com as projeções de setembro de 2017, os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos são mais elevados 4.8% em 2017, 17.2% em 2018 e 11.0% 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, posteriormente, uma subida um pouco mais moderada[3].

No tocante 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 22 de novembro. Tal implica uma taxa de câmbio média de USD 1.13 por euro em 2017 e de USD 1.17 por euro no período de 2018 a 2020, o que compara com USD 1.18 nas projeções de setembro de 2017. A taxa de câmbio efetiva do euro (face a 38 parceiros comerciais) deverá permanecer globalmente inalterada em relação às projeções de setembro de 2017.

[2] 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.

[3] 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 que se refere aos preços de outras matérias-primas não energéticas e não alimentares, pressupõe-se que sigam os futuros até ao quarto trimestre de 2018, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial.

Pressupostos técnicos

	Dezembro de 2017				Setembro de 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	-0.3	-0.3	-0.1	0.1	-0.3	-0.3	-0.1
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	1.1	1.1	1.4	1.7	1.1	1.3	1.6
Preço do petróleo (USD/barril)	54.3	61.6	58.9	57.3	51.8	52.6	53.1
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	7.9	3.3	3.4	4.3	9.0	5.4	4.2
Taxa de câmbio USD/EUR	1.13	1.17	1.17	1.17	1.13	1.18	1.18
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem)	2.2	2.8	0.0	0.0	2.3	2.6	0.0

A recuperação do investimento residencial deverá prosseguir. O investimento em habitação subiu fortemente nos últimos trimestres, apoiado por condições de financiamento favoráveis, por reajustamentos de carteira em favor de investimentos em habitação, devido às taxas de rendibilidade baixas das oportunidades de investimento a longo prazo alternativas, e pelo aumento do crescimento do rendimento relacionado com a criação de emprego em curso. Além disso, os processos de ajustamento em sentido descendente nos mercados da habitação chegaram aparentemente ao fim em diversos países da área do euro. As principais condições para a continuação da retoma do investimento residencial persistem ao longo do horizonte de projeção. Contudo, espera-se alguma perda de dinamismo, refletindo a fase de maturidade do ciclo habitacional e o desvanecimento do impacto de incentivos fiscais em alguns países, bem como tendências demográficas adversas.

O investimento empresarial melhorou nos últimos trimestres e espera-se que a sua recuperação prossiga ao longo do horizonte de projeção, embora a um ritmo decrescente. O investimento empresarial deverá ser apoiado por vários fatores: a confiança das empresas permanece muito elevada, devido às expetativas muito favoráveis em termos de produção e carteiras de encomendas; a utilização da capacidade produtiva continua a aumentar acima da média dos níveis anteriores à crise; as condições de financiamento deverão permanecer muito favoráveis ao longo do horizonte de projeção; e as margens de lucro deverão registar um aumento, no contexto de um setor das sociedades não financeiras já caraterizado 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 mínimos históricos. Não obstante, espera-se que as expetativas de um crescimento do produto potencial mais fraco e as limitações à capacidade de intermediação das instituições de crédito em alguns países continuem a pesar sobre as perspetivas para o investimento empresarial. A perda gradual de dinamismo durante o horizonte de projeção reflete igualmente a desaceleração geral da procura interna e externa.

Caixa 2
Enquadramento internacional

O ritmo sustentado de expansão da economia mundial prosseguiu no segundo semestre de 2017, com o crescimento da atividade e do comércio a tornar-se mais generalizado. Os indicadores baseados em inquéritos apontam para um crescimento mundial sustentado no terceiro trimestre do ano, estando o Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto (excluindo a área do euro) próximo da sua média de longo prazo. Ao mesmo tempo, a recuperação mundial revela sinais de sincronização. O sentimento nos mercados financeiros permaneceu forte nas economias avançadas, verificando-se ganhos nos mercados acionistas e uma nova diminuição da volatilidade. Nas economias emergentes, as taxas de juro baixaram, contribuindo para uma diminuição modesta da restritividade das condições financeiras, ao passo que as entradas de capital regressaram a níveis inéditos desde 2015. Numa análise prospetiva, espera-se que o crescimento da atividade económica mundial permaneça, em geral, estável e abaixo dos níveis anteriores à crise, em consonância com o crescimento potencial mais baixo. As perspetivas para as economias avançadas implicam uma expansão robusta, com um abrandamento ao longo do horizonte de projeção face à evolução da retoma e à passagem gradual dos desvios do produto para valores positivos. Nas economias emergentes, as perspetivas estão a tornar-se mais dinâmicas, apoiadas por um fortalecimento lento da atividade nos países exportadores de matérias-primas, em particular no Brasil e na Rússia, e pelo crescimento resiliente na Índia e na China, se bem que o crescimento na China continue a apresentar uma tendência descendente. De acordo com as projeções, o crescimento da atividade mundial (excluindo a área do euro) situar-se-á entre 3.7% e 3.9% no horizonte de projeção. Em comparação com as projeções de setembro de 2017, o crescimento do PIB mundial foi revisto ligeiramente em sentido ascendente em 2017 e 2018, com revisões em alta sobretudo para os Estados Unidos e a China.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2017				Setembro de 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.7	3.9	3.8	3.7	3.7	3.8	3.8
Comércio mundial (excluindo a área do euro)[1)]	5.6	4.5	4.2	3.7	5.3	3.8	3.8
Procura externa da área do euro[2)]	5.5	4.4	3.8	3.5	4.7	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 crescimento excecionalmente forte no primeiro semestre de 2017, o crescimento do comércio mundial deverá permanecer robusto nos próximos trimestres, em conformidade com indicadores do comércio mundial favoráveis. No médio prazo, espera-se que as perspetivas relativas ao comércio se apresentem mais em consonância com a atividade mundial (ancoradas com uma elasticidade do comércio em relação ao crescimento do PIB mundial de cerca de 1). A procura externa da área do euro deverá observar uma expansão de 5.5% em 2017, 4.4% em 2018, 3.8% em 2019 e 3.5% em 2020. Em comparação com as projeções de setembro de 2017, o crescimento mundial foi revisto ligeiramente em sentido ascendente, ao passo que a procura externa da área do euro foi objeto de uma revisão em alta mais significativa. Esta última reflete revisões de dados em sentido ascendente e, à luz de indicadores do comércio mundial mais favoráveis, uma perspetiva mais positiva no tocante ao dinamismo da evolução da procura externa da área do euro nos próximos trimestres.

Caixa 3

Evolução recente e perspetivas para as exportações extra-área do euro e a procura externa

Tanto o crescimento das exportações extra-área do euro como a procura externa da área do euro ganharam dinamismo recentemente, após uma evolução muito fraca em inícios de 2016. Em termos homólogos, a procura externa da área do euro registou um fortalecimento notável desde meados de 2016, tendo atingido um valor máximo em seis anos no segundo trimestre de 2017. Analogamente, o crescimento das exportações extra-área do euro apresentou uma recuperação desde princípios de 2016.

A recente tendência ascendente da procura externa da área do euro reflete a retoma mundial em curso, mas pode espelhar igualmente alguma pró-ciclicidade na elasticidade do comércio em relação à atividade mundial. As persistentes sobrestimações da procura externa da área do euro durante o período de 2011 a 2016 ficaram a dever-se a uma diminuição, em grande medida estrutural, da elasticidade do rendimento do comércio mundial, insuficientemente refletida nas anteriores projeções, o que resultou numa sobrestimação do comércio mundial em relação ao crescimento do PIB mundial. Todavia, no contexto da recuperação económica mundial, o crescimento da procura externa da área do euro nos recentes trimestres foi mais forte do que o antecipado nos últimos exercícios de projeção. Tal levanta a questão de saber se a elasticidade do comércio exibe atualmente alguma "pró-ciclicidade", não suficientemente refletida nas recentes projeções, intensificando-se o crescimento do comércio a taxas de crescimento mundial mais elevadas[4]. A fim de ter em conta estas preocupações e refletindo dados recentes, a procura externa da área do euro foi revista significativamente em alta neste exercício de projeção.

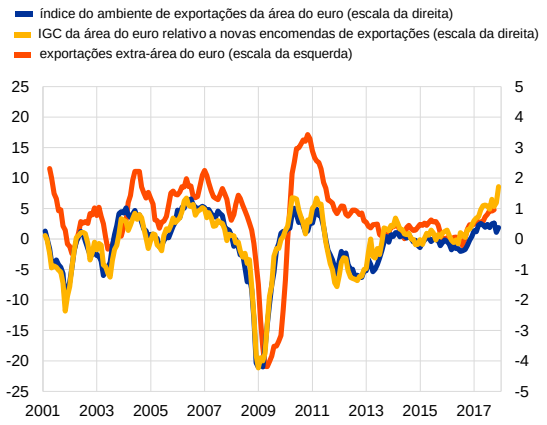
A revisão em alta da procura externa da área do euro é também apoiada pela robustez dos indicadores do comércio mundial e da área do euro. Com efeito, os indicadores do comércio sinalizam que o crescimento forte da procura externa da área do euro e das exportações extra-área do euro prossegue. Inquéritos sobre o comércio na área do euro (tais como o do IGC relativo a novas encomendas de exportações no setor da indústria transformadora e o do índice do ambiente de exportações) apontam para a continuação da retoma do comércio (ver o gráfico A). Além disso, os dados da área do euro referentes a novas encomendas de exportações no setor da indústria transformadora e à produção industrial permanecem robustos, não obstante a recente apreciação da taxa de câmbio efetiva do euro. Indicadores do comércio mundial, como o IGC mundial relativo a novas encomendas de exportações ou o indicador avançado da atividade da Goldman Sachs, registaram igualmente um fortalecimento considerável nos últimos 12 meses (ver o gráfico B).

[4] Ver, por exemplo, Borin, A., Di Nino, V., Mancini, M. e Sbracia, M., "The cyclicality of the income elasticity of trade", *Working Papers*, n.º 1126, Banca d'Italia, julho de 2017.

Gráfico A

Indicadores do comércio da área do euro

(escala da esquerda: variação homóloga em termos trimestrais em cadeia, em percentagem; escala da direita: índice, padronizado)

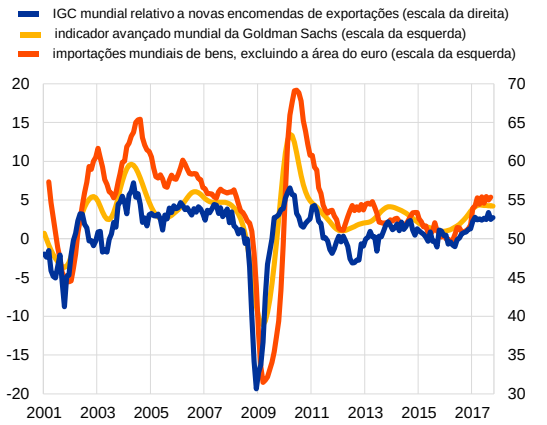


Fontes: Markit, Eurostat e cálculos do BCE.
Notas: Os dados relativos ao comércio são em termos de volume. A última observação refere-se a setembro de 2017 para as exportações e a novembro de 2017 para o índice do ambiente das exportações e o IGC relativo a novas encomendas de exportações no setor da indústria transformadora.

Gráfico B

Indicadores do comércio mundial

(escala da esquerda: variação homóloga em termos trimestrais em cadeia, em percentagem; escala da direita: índice)

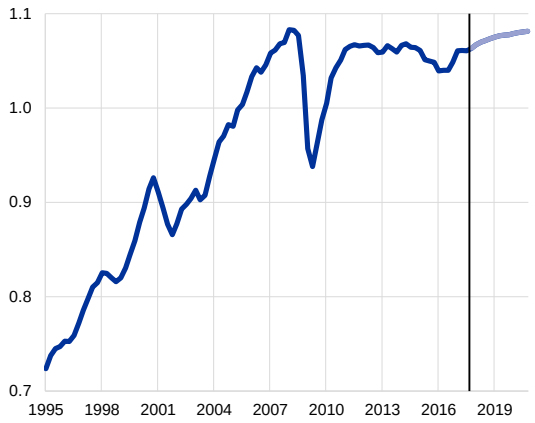


Fontes: Haver Analytics, Goldman Sachs, Gabinete Central de Planeamento neerlandês e cálculos do BCE.
Notas: A última observação refere-se a setembro de 2017 para o índice do Gabinete Central de Planeamento neerlandês e a outubro de 2017 para o índice da Goldman Sachs e o IGC.

Apesar de alguma volatilidade nos dados relativos às importações mundiais no início de 2017, em parte devido a fatores temporários, a procura externa da área do euro apresenta uma tendência subjacente em sentido ascendente, no geral, em consonância com a dos indicadores baseados em inquéritos. As importações mundiais no início de 2017 foram apoiadas por um aumento forte das importações das economias emergentes da Ásia, impulsionado pela Índia e a China, assim como pela Rússia e os países da União Europeia da Europa Central e de Leste. Todavia, em muitos casos, esta força adveio de fatores temporários. Numa análise para além desta volatilidade, a tendência ascendente do crescimento da procura externa da área do euro deverá persistir no final de 2017 e continuar em 2018.

Gráfico C
Rácio das importações mundiais em relação ao PIB

(índice: 2005 = 1)



No médio prazo, porém, os fatores determinantes de uma elasticidade do rendimento do comércio em torno da unidade permanecem, em geral, inalterados. O facto de o comércio registar um crescimento a uma taxa cerca de duas vezes superior à do PIB nas duas décadas anteriores à Grande Recessão representou uma anomalia histórica, coadjuvada principalmente por ondas de liberalização do comércio (em particular, nas economias emergentes), pela subida das cadeias de valor mundial e por alterações na composição geográfica do comércio[5]. Como ilustra o gráfico C, entre 1995 e 2007, as importações aumentaram com muito mais rapidez do que a atividade mundial. No entanto, não é provável que os fatores referidos apoiem a elasticidade do comércio no futuro. A liberalização do comércio chegou praticamente ao fim e, em termos de composição geográfica, a elasticidade do comércio mundial permanece enviesada no sentido da menor elasticidade do comércio das economias emergentes. Nos últimos anos, o crescimento das importações mundiais e o crescimento da atividade mundial evoluíram em paralelo, esperando-se que este padrão prevaleça também ao longo do horizonte de projeção.

Segundo as projeções, as exportações extra-área do euro permanecerão vigorosas nos próximos trimestres, em virtude de indicadores do comércio muito favoráveis, não obstante a recente apreciação do euro. Posteriormente, espera-se que as exportações registem uma desaceleração durante o horizonte de projeção, em conformidade com a desaceleração da procura externa da área do euro, implicando quotas de mercado das exportações praticamente inalteradas. Espera-se que as importações extra-área do euro beneficiem da evolução positiva da procura interna e de um euro mais forte, embora em menor grau do que as exportações, resultando, assim, num contributo, em geral, ligeiramente positivo do comércio líquido para o crescimento económico.

Não obstante a divulgação de dados continuamente fortes, projeta-se que o crescimento do emprego registe uma pequena desaceleração com o tempo. A recente força do crescimento do emprego foi generalizada entre os países, mas pode ser parcialmente atribuída a fatores temporários favoráveis (tais como medidas de estímulo orçamental em alguns países). Como se espera um desvanecimento gradual do impacto desses fatores e se projeta uma queda do emprego no setor público em alguns países, a projeção é de que o crescimento do emprego perca algum dinamismo nos próximos trimestres.

[5] Ver igualmente IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais do BCE*, n.º 178, 2016.

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 o efeito do trabalhador incentivado. Todavia, projeta-se que, no decurso do horizonte de projeção, estes efeitos positivos sejam gradualmente suplantados pelo impacto de fatores demográficos cada vez mais adversos. Tal contribui também para um abrandamento do crescimento do emprego.

Ainda assim, a taxa de desemprego deverá continuar a registar uma descida. A taxa de desemprego desceu para 9.0% no terceiro trimestre de 2017 e, numa análise prospetiva, projeta-se que o número de desempregados continue a diminuir de modo considerável. Espera-se que a taxa de desemprego desça para 7.3% em 2020.

Projeta-se uma recuperação do crescimento da produtividade no horizonte de projeção. A recuperação forte inicial do crescimento da produtividade no corrente e no próximo ano reflete o desvanecimento de medidas que impulsionaram temporariamente o emprego em 2016. Mais adiante no horizonte de projeção, a produtividade do trabalho (*per capita*) é impulsionada sobretudo pelo ligeiro aumento do crescimento subjacente da produtividade total dos fatores, por uma maior intensificação do capital e pelo tempo de trabalho mais longo *per capita*. Os dois últimos fatores refletem a melhoria em curso da posição cíclica e a crescente restritividade do mercado de trabalho.

O crescimento real do PIB deverá manter-se superior ao crescimento potencial até 2020. Estima-se que o crescimento do produto potencial tenha adquirido algum dinamismo nos anos recentes, apoiado por contribuições mais favoráveis do capital, da mão de obra e da produtividade total dos fatores. Projeta-se que, durante o horizonte de projeção, continue a registar uma taxa de expansão ligeiramente inferior à anterior à crise. A projeção é de que o contributo da mão de obra diminua ao longo do horizonte de projeção, principalmente devido a um abrandamento do crescimento da população em idade ativa. É provável que o contributo do capital permaneça relativamente forte, espelhando a retoma do investimento fixo. Relativamente ao contributo da produtividade total dos fatores, estima-se também que, face aos padrões atuais, seja bastante robusto, em resultado de uma afetação de recursos mais eficiente após a crise, das reformas estruturais implementadas nos mercados do produto e de trabalho, do capital humano melhorado, da renovação do *stock* de capital e de uma maior convergência no sentido da fronteira tecnológica. Importa, porém, destacar que tanto o crescimento potencial como os fatores impulsionadores do mesmo não são observáveis e a incerteza em torno das estimativas é considerável.

Em comparação com as projeções de setembro de 2017, o crescimento real do PIB foi revisto significativamente em alta. A revisão em alta no que toca a 2017 está relacionada, em parte, com as surpresas em sentido ascendente dos recentes dados relativos ao PIB, que têm efeitos de repercussão positivos também em 2018. Além disso, o sentimento muito forte das empresas e dos consumidores implica um dinamismo de crescimento mais vigoroso do que o anteriormente esperado.

Uma procura externa mais elevada e taxas de juro de longo prazo ligeiramente mais baixas levaram também a revisões em alta das perspetivas para o crescimento em 2018 e 2019.

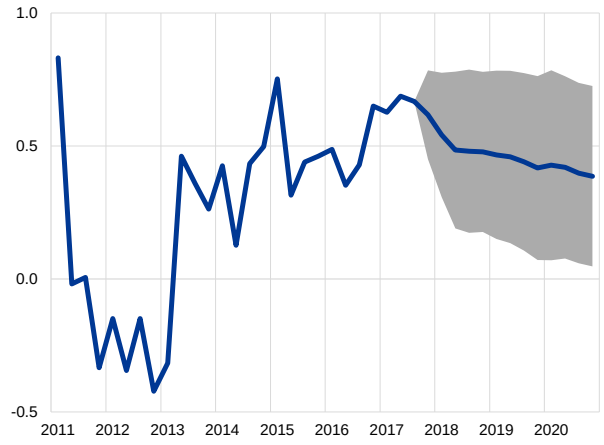
Gráfico 1

Projeções macroeconómicas[1)]

(dados trimestrais)

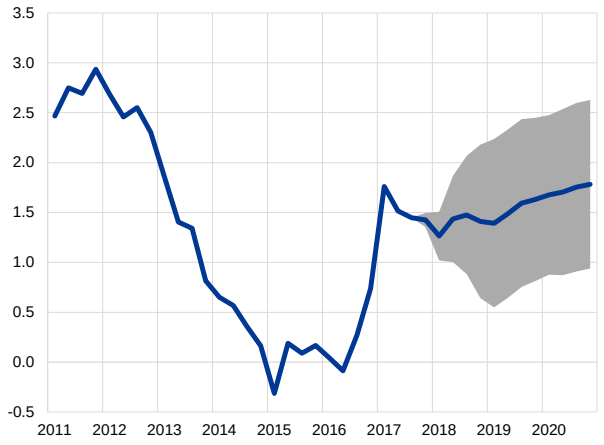
PIB real da área do euro[2)]

(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.
2) Dados corrigidos de dias úteis.

2 Preços e custos

Embora se espere que os efeitos de base em sentido descendente relacionados com os preços dos produtos energéticos causem uma ligeira descida da inflação medida pelo IHPC no curto prazo, esta deverá depois apresentar uma trajetória ascendente, atingindo 1.7% em 2020. Os efeitos de base em sentido descendente na componente de preços dos produtos energéticos, que mais do que compensam o recente aumento dos preços do petróleo, provocarão uma queda da inflação global para um valor mínimo de 1.3% no primeiro trimestre de 2018. No restante horizonte de projeção, espera-se que a inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC registe apenas uma subida muito modesta, refletindo a trajetória ligeiramente descendente da curva de preços dos futuros do petróleo, combinada com efeitos em sentido ascendente dos impostos sobre os produtos energéticos. Na sequência de uma evolução fraca nos últimos anos, considera-se que a inflação da componente de preços dos produtos alimentares do IHPC registe um aumento moderado, apoiada pelas pressupostas subidas dos preços internacionais das matérias-primas alimentares e pelos efeitos em sentido ascendente de aumentos dos impostos sobre o tabaco. Como a economia apresenta uma taxa de crescimento superior à sua taxa de crescimento potencial, espera-se que as pressões subjacentes sobre os preços se intensifiquem no decurso do horizonte de projeção. Em particular, espera-se que o aumento do salários, como reflexo da crescente rigidez do mercado de trabalho, com restrições

notáveis da oferta de mão de obra em alguns países, e os efeitos em sentido ascendente dos impostos indiretos líquidos produzam uma nova subida da inflação subjacente. As pressões externas sobre os preços deverão também contribuir ligeiramente, ao longo do horizonte de projeção, para a subida da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, devido a alguns efeitos indiretos dos recentes aumentos dos preços do petróleo e aos pressupostos aumentos dos preços das matérias-primas não energéticas, bem como ao esperado fortalecimento das pressões inflacionistas a nível mundial, mais em geral. No conjunto, espera-se que a inflação global seja, em média, de 1.5% em 2017, 1.4% em 2018, 1.5% em 2019 e 1.7% em 2020.

A maior restritividade das condições do mercado de trabalho e a cessação das medidas que atenuaram o crescimento dos salários em alguns países nos últimos anos são os principais fatores subjacentes ao aumento dos custos do trabalho no horizonte de projeção. Projeta-se que o crescimento da remuneração por trabalhador suba de 1.7% em 2017 para 2.7% em 2020, com um abrandamento temporário em 2019. Esse abrandamento reflete a conversão, em França, do crédito fiscal para a competitividade e o emprego (o "CICE") num corte permanente das contribuições dos empregadores para a segurança social[6]. Dada a esperada melhoria cíclica do crescimento da produtividade, este padrão dos salários implica um fortalecimento do crescimento dos custos unitários do trabalho, de 0.9% em 2017 para 1.8% em 2020. De um modo mais geral, as melhorias das condições 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 consideradas como fatores importantes subjacentes ao aumento esperado do crescimento salarial. Acresce que a necessidade de moderação salarial em alguns países para recuperar competitividade de preços após a crise e a contenção salarial latente, em virtude da obrigatória rigidez em sentido descendente dos salários nominais durante a crise, deverão diminuir gradualmente com a continuação e a generalização da recuperação económica nos países da área do euro. Além disso, é de esperar que a subida significativa da inflação global em 2017, em comparação com os três anos precedentes, contribua para o aumento do crescimento dos salários. Por último, os salários mais elevados no setor público também contribuem para o aumento do crescimento total dos salários durante o horizonte de projeção.

Considera-se que as margens de lucro registarão um alargamento na primeira parte do horizonte de projeção, a um ritmo, em média, um pouco mais rápido do que o observado no ano transato. As perdas a nível dos termos de troca, decorrentes da subida dos preços do petróleo, pesaram sobre as margens de lucro nos últimos trimestres. Com o desvanecimento destes efeitos atenuantes, espera-se que as margens de lucro apresentem uma expansão um pouco mais vigorosa do que recentemente, beneficiando da continuação da recuperação económica. No entanto, os esperados aumentos do crescimento dos custos unitários do trabalho, assim como dos impostos indiretos, deverão limitar o ritmo de expansão das margens de lucro no decurso do horizonte de projeção.

[6] Como a diminuição 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.

As pressões externas sobre os preços intensificaram-se em 2017, devendo permanecer positivas, mas mais moderadas ao longo do horizonte de projeção do que o recentemente observado. A subida bastante robusta dos preços das importações reflete a inflexão dos preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas. Após 2017, espera-se um abrandamento das taxas de crescimento, relacionado com a pressuposta evolução mais moderada dos preços das matérias-primas no horizonte de projeção e com os efeitos atenuantes da recente apreciação do euro. Contudo, as pressões inflacionistas subjacentes a nível mundial deverão fortalecer-se gradualmente durante o horizonte de projeção, face ao aumento dos custos de produção mundiais em linha com a diminuição da margem disponível na economia mundial.

Em comparação com as projeções de setembro de 2017, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas em alta, em 0.2 pontos percentuais, no que respeita a 2018, permanecendo inalteradas para os anos seguintes. A revisão em alta da inflação global em 2018 reflete uma evolução mais forte da inflação das componentes de preços dos produtos energéticos e de preços dos produtos alimentares do IHPC, à luz das surpresas em sentido ascendente dos recentes dados relativos a estas componentes, pressupostos mais elevados para os preços do petróleo e efeitos em sentido ascendente dos impostos sobre os produtos energéticos e o tabaco. A inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos foi revista em baixa no curto prazo, em parte devido às surpresas recentes em termos de dados negativos.

3 Perspetivas orçamentais

A orientação orçamental na área do euro deverá permanecer, em média, globalmente neutra ao longo do horizonte de projeção. A orientação da política orçamental é medida como a variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Em 2017, os cortes nos impostos diretos e as transferências mais elevadas para as famílias são totalmente compensados por aumentos dos impostos indiretos e pelo crescimento mais fraco do consumo público. Em 2018, a orientação orçamental é determinada sobretudo por cortes nos impostos diretos e nas contribuições para a segurança social, bem como pelo pressuposto de um crescimento mais dinâmico do investimento público, os quais são apenas parcialmente compensados por subidas dos impostos indiretos e por um crescimento fraco das transferências para as famílias. A orientação orçamental deverá apresentar-se também, em média, neutra no período de 2019 a 2020.

Projeta-se que, durante o 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. O saldo primário corrigido do ciclo permanecerá estável no decurso do horizonte de projeção. 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 crescimento[7] e pelo excedente primário. Em comparação com as projeções de setembro de 2017, as perspetivas no tocante ao défice orçamental permanecem, em geral, inalteradas, se bem que o rácio da dívida seja um pouco mais baixo, refletindo sobretudo um diferencial mais favorável entre taxa de juro e taxa de crescimento em 2018 e 2019.

Caixa 4
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, preveem um perfil descendente dos preços do petróleo, com os preços do petróleo bruto Brent a situarem-se em torno de USD 57 por barril no final de 2020. Esta trajetória implícita nos preços dos futuros do petróleo é coerente com o crescimento moderado da procura mundial de petróleo, um cenário associado a um fortalecimento modesto da retoma da economia mundial. No que respeita aos fatores do lado da oferta, apesar de a extensão, em 30 de novembro, do acordo entre a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e os principais produtores não pertencentes à OPEP ter ocorrido após a data de fecho da informação (22 de novembro), essa extensão foi muito provavelmente incluída nas expetativas do mercado. Porém, espera-se que os cortes efetuados pelos produtores convencionais sejam compensados, em parte, pela expansão da produção de petróleo de xisto nos Estados Unidos. Uma combinação de modelos alternativos utilizados por especialistas do Eurosistema[8] para prever os preços do petróleo no horizonte de projeção aponta para aumentos mais fortes dos preços do petróleo do que o considerado nos pressupostos técnicos, refletindo uma convergência mais rápida do que o esperado da oferta e da procura. A concretização de uma trajetória alternativa dos preços do petróleo, na qual, até 2020, os preços do petróleo seriam 11% mais altos do que na projeção de referência, atenuaria ligeiramente o crescimento real do PIB e implicaria uma subida um pouco mais célere da inflação medida pelo IHPC (aumentando esta 0.2 pontos percentuais em 2019 e 2020).

[7] 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.

[8] Ver a combinação de quatro modelos apresentada no artigo intitulado “Forecasting the price of oil”, publicado no *Boletim Económico do BCE*, Número 4/2015.

2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

Esta análise de sensibilidade investiga os efeitos de um novo fortalecimento da taxa de câmbio do euro. Uma possível fonte de risco de apreciação decorre de uma recuperação económica na área do euro mais forte do que o esperado. O cenário baseia-se no percentil 75 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 22 de novembro de 2017. Esta trajetória implica uma apreciação gradual 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 cerca de 16% 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 espelham variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de 52%. Neste cenário, a média dos resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados pelos especialistas aponta para um crescimento real do PIB mais baixo 0.2 pontos percentuais em 2018, 0.6 pontos percentuais em 2019 e 0.2 pontos percentuais em 2020. A inflação medida pelo IHPC seria 0.2, 0.5 e 0.6 pontos percentuais mais baixa, respetivamente em 2018, 2019 e 2020. De notar que estes impactos estimados no crescimento e na inflação só se aplicam na eventualidade de um choque de taxas de câmbio puramente exógeno.

Caixa 5
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 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	Dezembro de 2017	2.3	1.9	1.7	1.4	1.5	1.7
		[1.7 – 2.9]	[0.9 – 2.9]	[0.6 – 2.8]	[0.9 – 1.9]	[0.7 – 2.3]	[0.8 – 2.6]
Comissão Europeia	Novembro de 2017	2.1	1.9	-	1.4	1.6	-
Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Novembro de 2017	2.1	1.9	-	1.5	1,7	-
Barómetro da Zona Euro	Novembro de 2017	2.0	1.7	1.5	1.4	1.6	1,8
Previsões da Consensus Economics	Dezembro de 2017	2.1	1.5	1.3	1.4	1.5	1.7
Inquérito a Analistas Profissionais	Outubro de 2017	1.9	1.7	-	1.4	1.6	-
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Outubro de 2017	1.9	1.7	1.6	1.4	1.7	1.8

Fontes: Previsões Económicas Europeias do outono de 2017, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook*, de 10 de outubro de 2017, do FMI; *Economic Outlook*, de novembro de 2017, da OCDE; Previsões da Consensus Economics, de dezembro de 2017; Barómetro da Zona Euro da MJEconomics, de novembro de 2017; e Inquérito a Analistas Profissionais, realizado pelo BCE, de outubro de 2017.
Notas: As projeções macroeconómicas dos especialistas 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 são, 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

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-17-002-PT-N (pdf)