



Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE¹ – setembro de 2017

Projeta-se que a expansão económica na área do euro prossiga, ao longo do horizonte de projeção, a taxas de crescimento bastante acima do potencial. Na sequência de um valor máximo posterior à crise de 2.2% em 2017, espera-se que o crescimento real anual do produto interno bruto (PIB) se situe, em média, em torno de 1.8% em 2018 e 2019. A orientação muito acomodaticia da política monetária, os progressos anteriores em termos de desalavancagem nos diversos setores e a continuação da melhoria do mercado de trabalho deverão, segundo as projeções, sustentar a procura interna. Ao mesmo tempo, não obstante a recente apreciação do euro, espera-se que a retoma mundial apoie as exportações da área do euro.

A inflação global deverá baixar no curto prazo, impulsionada sobretudo por efeitos de base da componente de preços dos produtos energéticos, voltando depois a subir e situando-se em 1.5% em 2019. Considera-se que, embora atenuada pela recente apreciação da taxa de câmbio do euro, a inflação subjacente registará um aumento gradual ao longo do tempo, na sequência da esperada absorção da margem disponível na economia.

1 Economia real

Os indicadores de sentimento favoráveis sugerem que a recuperação económica permanecerá robusta. O PIB real aumentou 0.6% no segundo

¹ As projeções macroeconómicas dos especialistas do BCE 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 14 de agosto de 2017 (ver a caixa 1). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício de projeção foi 21 de agosto de 2017, excetuando as, também incluídas, contas nacionais trimestrais relativas a Espanha, divulgadas em 24 de agosto.

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

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 apenas disponível em língua inglesa).

trimestre de 2017, impulsionado por um contributo forte da procura interna. As condições no mercado de trabalho continuaram a melhorar nos últimos meses, tendo a taxa de desemprego descido mais rapidamente do que o esperado. Como se espera que o ritmo de crescimento das exportações observe alguma normalização após as fortes taxas de crescimento verificadas no início de 2017, o crescimento real do PIB deverá registar uma moderação ligeira no curto prazo, mantendo-se, porém, bastante acima do potencial, em consonância com os níveis elevados de sentimento das empresas e dos consumidores.

No médio prazo, a procura interna, apoiada pelas condições de financiamento favoráveis e pela melhoria do mercado de trabalho, continuará a determinar as perspetivas de crescimento. Para além do curto prazo, espera-se que vários fatores favoráveis continuem a apoiar o consumo privado e a despesa de investimento durante o horizonte de projeção. A orientação muito acomodaticia da política monetária do BCE continua a ser transmitida à economia e as expetativas quanto às futuras taxas de juro de mercado (implícitas nos pressupostos técnicos deste exercício de projeção) permanecem baixas ao longo do horizonte de projeção. O crédito ao setor privado continua a expandir-se, impelido por taxas de juro baixas e condições de financiamento bancário favoráveis. O consumo privado deverá beneficiar da atual melhoria das condições no mercado de trabalho. O investimento empresarial continuará a recuperar, refletindo, em parte, um fortalecimento das margens de lucro no contexto de uma menor necessidade de desalavancagem e de pressões crescentes do lado da procura. O investimento residencial será apoiado pelas perspetivas de rendimento e condições de financiamento favoráveis, bem como pelas taxas de rentabilidade baixas dos investimentos alternativos. Fatores externos favoráveis deverão também apoiar o crescimento, com o fortalecimento da atividade económica mundial e a correspondente melhoria da procura externa da área do euro.

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 excepcionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE (*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*), publicado em dezembro de 2009 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE.

2) Dados corrigidos de dias úteis.

De acordo com as projeções, o consumo privado permanecerá robusto ao longo do horizonte de projeção. Os indicadores mais recentes da confiança dos consumidores, a qual se mantém bastante acima da sua média de longo prazo, apontam para a resiliência da despesa de consumo no curto prazo, igualmente apoiada pelas melhorias em curso no mercado de trabalho. No médio prazo, projeta-se que o consumo privado evolua globalmente em consonância com o crescimento do rendimento disponível real.

Considera-se que o crescimento do rendimento disponível nominal registará um fortalecimento no decurso do horizonte de projeção, apesar de ser provável que uma subida da inflação contenha o crescimento do poder de compra real das famílias. O contributo dos salários e vencimentos brutos para o crescimento do rendimento disponível nominal deverá permanecer relativamente estável durante o período de projeção, sendo o menor crescimento do emprego, em geral, compensado por um aumento da taxa de crescimento da remuneração por trabalhador. Projeta-se que o crescimento de outros rendimentos pessoais seja favorável, refletindo uma evolução positiva dos lucros e dos rendimentos da propriedade. Se bem que o crescimento do rendimento disponível real tenha abrandado recentemente, espera-se que registre um ligeiro fortalecimento e permaneça robusto ao longo do horizonte de projeção.

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 realizados 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. Dado 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 apoiar o consumo.

O rácio de poupança das famílias deverá manter-se globalmente horizontal durante o horizonte de projeção. Esta estabilidade geral do rácio de poupança a nível da área do euro oculta fatores opostos. As pressões em sentido descendente advêm da descida do desemprego (implicando menor poupança por motivos de precaução), da melhoria das condições de crédito e das taxas de juro baixas, ao passo que as pressões em sentido ascendente resultam das necessidades remanescentes de reduzir o endividamento bruto e da regularização do consumo no contexto da expansão cíclica.

Caixa 1

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

Em comparação com as projeções de junho de 2017, os pressupostos técnicos incluem uma apreciação significativa da taxa de câmbio efetiva do euro e taxas de juro ligeiramente 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 14 de agosto

de 2017. As taxas de curto prazo referem-se à EURIBOR a três meses, sendo as expectativas do mercado determinadas a partir das taxas dos contratos de futuros. Seguindo esta metodologia, obtém-se para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de -0.3% em 2017 e 2018 e -0.1% em 2019. 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 1.1% em 2017, 1.3% em 2018 e 1.6% em 2019². Em comparação com as projeções de junho de 2017, as expectativas do mercado relativamente às taxas de juro de curto e de longo prazo foram revistas em baixa em 10 a 20 pontos base.

No que respeita aos preços das matérias-primas, com base na trajetória implícita nos mercados de futuros e considerando a média da quinzena finda na data de fecho da informação de 14 de agosto, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent aumente de USD 44.0 em 2016 para USD 51.8 em 2017, USD 52.6 em 2018 e USD 53.1 em 2019. Esta trajetória implica que, em comparação com as projeções de junho de 2017, os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos são mais elevados 0.5% em 2017, 2.3% em 2018 e 3.0% 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 moderada³.

Em relação às taxas de câmbio bilaterais, parte-se do pressuposto de que, durante o horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevalecentes no período de duas semanas findo na data de fecho da informação de 14 de agosto. Tal implica uma taxa de câmbio média de USD 1.13 por euro em 2017 e de USD 1.18 em 2018 e 2019, o que compara com USD 1.09 nas projeções de junho de 2017. A taxa de câmbio efetiva do euro (face a 38 parceiros comerciais) é 2.1% mais elevada em 2017 e cerca de 4.4% mais elevada em 2018 e 2019 do que o pressuposto no exercício de projeção de junho 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 tocante aos preços de outras matérias-primas não energéticas e não alimentares, pressupõe-se que sigam os futuros até ao terceiro trimestre de 2018, evoluindo subsequentemente em linha com a atividade económica mundial.

Pressupostos técnicos

	Setembro de 2017				Junho de 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
EUR BOR a três meses (em percentagem por ano)	-0.3	-0.3	-0.3	-0.1	-0.3	-0.3	-0.2	0.0
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	0.8	1.1	1.3	1.6	0.8	1.2	1.5	1.8
Preço do petróleo (USD/barril)	44.0	51.8	52.6	53.1	44.0	51.6	51.4	51.5
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-3.9	9.0	5.4	4.2	-3.9	6.4	2.0	4.5
Taxa de câmbio USD/EUR	1.11	1.13	1.18	1.18	1.11	1.08	1.09	1.09
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem)	3.8	2.3	2.6	0.0	3.7	-0.4	0.3	0.0

A recuperação do investimento residencial deverá prosseguir. O investimento em habitação subiu fortemente em muitos países da área do euro nos últimos trimestres. Tal foi apoiado por condições de financiamento favoráveis, por reajustamentos de carteira em favor de investimentos em habitação, face às taxas de rendibilidade baixas das oportunidades de investimento a longo prazo alternativas, e pela atual melhoria do mercado de trabalho. Além disso, os processos de ajustamento nos mercados da habitação na maioria dos países da área do euro chegaram, aparentemente, ao fim. As condições fundamentais para a continuação da retoma do investimento residencial persistem ao longo do horizonte de projeção. No entanto, espera-se alguma perda de dinamismo, refletindo a fase de maturidade do ciclo habitacional e o desvanecimento do impacto de incentivos em alguns países, as necessidades de desalavancagem remanescentes em outros países e tendências demográficas adversas.

Projeta-se que o investimento empresarial continue a registar uma recuperação no horizonte de projeção, esperando-se que seja apoiado por vários fatores: a confiança das empresas permanece elevada, devido às expectativas muito favoráveis em termos de produção e carteiras de encomendas; a utilização da capacidade produtiva continuou a aumentar acima da média dos níveis anteriores à crise; as condições de financiamento deverão permanecer muito favoráveis ao longo do horizonte de projeção; é necessário modernizar o *stock* de capital após vários anos de investimento fraco; e as margens de lucro deverão registar um aumento, no contexto de um setor das sociedades não financeiras já caracterizado por uma liquidez elevada. Além disso, os rácios de alavancagem no setor das sociedades não financeiras diminuirão, face ao aumento dos preços dos ativos e ao crescimento moderado do financiamento por dívida nos países da área do euro. Simultaneamente, espera-se que alguns fatores continuem a pesar sobre as perspetivas para o investimento empresarial, designadamente as expectativas de um crescimento do produto potencial mais fraco e as limitações à capacidade de intermediação das instituições de crédito em alguns países.

Caixa 2

Enquadramento internacional

A economia mundial mantém um ritmo de expansão forte. Após uma quebra temporária de dinamismo no início do ano, dados concretos e inquéritos apontam para uma retoma do crescimento real do PIB mundial no segundo trimestre. Os indicadores da confiança das empresas e dos consumidores sugerem que o sentimento permanece otimista. Não obstante o aumento das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo nas últimas semanas, as condições financeiras nas economias avançadas continuam a ser favoráveis, reforçadas por políticas monetárias acomodáticas. Os mercados financeiros das economias emergentes mantêm-se resilientes e os fluxos de capitais para estas economias são robustos. Numa análise prospetiva, a expectativa é de uma aceleração moderada da atividade económica mundial. As perspetivas para as economias avançadas implicam a continuação da recuperação cíclica, com a redução gradual dos respetivos desvios do produto. A melhoria da atividade é reforçada pelas políticas monetárias e orçamentais, apesar de as expectativas de um estímulo orçamental nos Estados Unidos terem sido revistas em baixa na sequência de uma mudança no debate político. Entre as economias emergentes, o crescimento permanecerá resiliente em países importadores de matérias-primas como a Índia e a China, ao passo que a atividade nos países exportadores de matérias-primas deverá atingir o seu nível mínimo após as recessões profundas verificadas nestas economias. De acordo com as projeções, a atividade mundial (excluindo a área do euro) registará uma expansão de 3.7% em 2017 e de 3.8% em 2018 e 2019. O aumento da atividade desde 2016 reflete, em grande medida, o abrandamento progressivo das profundas recessões nos países exportadores de matérias-primas. Em comparação com as projeções de junho de 2017, o crescimento real do PIB mundial permanece praticamente inalterado, sendo as revisões em baixa para os Estados Unidos (na sequência da revisão dos pressupostos relativos ao futuro estímulo orçamental) compensadas pelas expectativas de maior resiliência nas economias emergentes.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Setembro de 2017				Junho de 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.2	3.7	3.8	3.8	3.2	3.5	3.8	3.8
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	1.1	5.3	3.8	3.8	0.9	4.4	3.8	3.9
Procura externa da área do euro ²⁾	1.6	4.7	3.4	3.5	1.3	3.7	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.

O crescimento do comércio mundial surpreendeu em alta no início de 2017. Numa análise prospetiva, projeta-se que, no médio prazo, o comércio mundial registe uma expansão em conformidade com a atividade económica mundial. Quanto à procura externa da área do euro, espera-se que observe uma expansão de 4.7% em 2017, 3.4% em 2018 e 3.5% em 2019. Em comparação com as projeções de junho de 2017, foi revista em alta em 1.1 pontos percentuais no que respeita a 2017, refletindo sobretudo dados mais fortes para o primeiro trimestre.

De acordo com as projeções, as exportações extra-área do euro serão atenuadas por perdas de competitividade decorrentes da recente apreciação do euro. Apoiadas por uma procura externa dinâmica, assim como pela

depreciação do euro no segundo semestre de 2016 e em princípios de 2017, as exportações extra-área do euro registaram um crescimento forte no primeiro trimestre de 2017. Numa análise prospetiva, espera-se que o seu ritmo de crescimento seja robusto ao longo do horizonte de projeção, refletindo uma procura externa sólida tanto das economias avançadas como das economias emergentes. Contudo, a expectativa é de que as exportações extra-área do euro sejam negativamente afetadas pela taxa de câmbio mais forte do euro no decurso do horizonte de projeção, resultando numa reavaliação em baixa da evolução das quotas de mercado das exportações, que, segundo as projeções, deverão agora descer 1.1 pontos percentuais no horizonte de projeção. Ao contrário das exportações, as importações extra-área do euro deverão beneficiar da evolução ligeiramente mais positiva da procura interna e da taxa de câmbio mais forte do euro, reduzindo, assim, um pouco a contribuição geral do comércio líquido para o crescimento económico.

Num enquadramento de crescimento potencial moderado, espera-se que a remanescente margem disponível na economia seja absorvida ao longo do horizonte de projeção. Em contraste com o atual crescimento relativamente dinâmico do PIB real, estima-se que o produto potencial registre uma expansão ligeiramente superior a 1% durante o horizonte de projeção. A fraca taxa de crescimento do produto potencial reflete sobretudo um contributo bastante reduzido do *stock* de capital, na sequência de um período prolongado de investimento historicamente baixo. Projeta-se que a mão de obra continue a dar uma contribuição positiva para o crescimento potencial, relacionada principalmente com a crescente participação da população ativa em resultado de reformas estruturais anteriores. O contributo da mão de obra permanecerá, porém, um pouco abaixo da sua média antes da crise, no contexto de um desvanecimento do contributo da população em idade ativa. Espera-se também que a contribuição da produtividade total dos fatores se situe ligeiramente abaixo do seu nível anterior à crise.

Projeta-se que a atual melhoria das condições no mercado de trabalho prossiga ao longo do horizonte de projeção. O emprego em termos de número de indivíduos empregados aumentou 0.4% no primeiro trimestre de 2017 e estima-se que tenha registado um ritmo de crescimento semelhante no segundo trimestre. O recente fortalecimento do crescimento do emprego foi generalizado entre os países, mas pode ser parcialmente atribuído a fatores favoráveis temporários (tais como medidas de estímulo orçamental em alguns países da área do euro). Como se espera que o impacto destes fatores se desvaneça gradualmente, projeta-se que o crescimento do emprego perca algum dinamismo, refletindo também uma crescente escassez de oferta de mão de obra qualificada.

Espelhando o seu padrão cíclico, espera-se que o crescimento da produtividade do trabalho se torne mais forte no médio prazo. A cada vez maior utilização de capital e de mão de obra face à diminuição da margem disponível, o aumento do número de horas trabalhadas por empregado e alguns ganhos de produtividade total dos fatores sugerem um fortalecimento sustentado do crescimento da produtividade.

A taxa de desemprego deverá continuar a registar uma descida. Esta desceu para 9.2% no segundo trimestre de 2017, o nível mais baixo observado desde maio de 2009. Numa análise prospetiva, projeta-se que o número de desempregados continue a diminuir substancialmente. Espera-se que a taxa de desemprego desça para 8.1% em 2019, mas que se mantenha acima do seu nível pré-crise (de 7.5% em 2007).

Em comparação com as projeções de junho de 2017, o crescimento real do PIB foi revisto em alta no que respeita a 2017 e permanece, em geral, inalterado para os anos subsequentes. A revisão em sentido ascendente no tocante a 2017 está relacionada sobretudo com as recentes surpresas em alta dos dados relativos ao PIB. Em termos mais gerais, as perspetivas mais fortes para a procura interna, em consonância com o sentimento favorável das empresas e dos consumidores, bem como taxas de juro mais baixas, são globalmente compensadas pelo impacto negativo nas exportações, decorrente da perda de competitividade de preços resultante da recente apreciação do euro.

2 Preços e custos

A inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) deverá apresentar um perfil em V durante o horizonte de projeção, com os efeitos de base relacionados com a inflação dos preços dos produtos energéticos a reduzir a inflação no curto prazo, dando depois lugar a uma recuperação gradual da inflação subjacente. Prevê-se que a inflação global medida pelo IHPC seja, em média, de 1.5% em 2017, diminuindo para 1.2% em 2018 e subindo para 1.5% em 2019. Os efeitos de base implicam uma queda significativa do contributo da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC para a inflação global entre 2017 e 2018. O pressuposto aumento, ainda que modesto, dos preços do petróleo ao longo do resto do horizonte de projeção, tal como refletido na curva de preços dos futuros do petróleo, implica alguma recuperação da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC em 2019. A recente recuperação da inflação da componente de preços dos produtos alimentares do IHPC deverá, de um modo geral, manter-se no decurso do horizonte de projeção, refletindo, entre outros aspetos, um crescimento dos preços das matérias-primas alimentares um pouco mais forte do que o pressuposto. Espera-se que a continuação da retoma económica conduza a um aumento gradual da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares ao longo do horizonte de projeção. Um fator essencial subjacente a este aumento será a esperada subida dos custos do trabalho, à medida que a margem disponível no mercado de trabalho diminui.

A melhoria das condições no mercado de trabalho é vista como a fonte predominante de crescentes pressões internas sobre os custos nos próximos anos. Projeta-se que o crescimento da remuneração por trabalhador aumente de 1.5% em 2017 para 2.3% em 2019. Em virtude da esperada recuperação cíclica do crescimento da produtividade, espera-se que o crescimento dos custos unitários do trabalho registre um fortalecimento um pouco menor, subindo de 0.8% em 2017

para 1.4% em 2019. A reduzida margem disponível no mercado de trabalho da área do euro e a cada vez maior escassez da oferta de mão de obra em algumas regiões da área do euro são consideradas como fatores importantes subjacentes ao aumento do crescimento salarial. Além disso, espera-se também que a recente subida significativa da inflação global se traduza, ao longo do tempo, em aumentos mais elevados dos salários nominais nos países da área do euro onde os processos de formação salarial incluem elementos de indexação ou de expectativa retrospectivos. Espera-se igualmente um enfraquecimento gradual de diversos fatores que estão atualmente a atenuar o crescimento dos salários. Entre eles, contam-se a necessidade de moderação salarial para recuperar competitividade de preços em alguns países e a contenção salarial latente, relacionada com a obrigatória rigidez em sentido descendente dos salários nominais durante a crise. Além do mais, espera-se que cessem as medidas no sentido de reduzir as contribuições para a segurança social.

Considera-se que as margens de lucro registarão um alargamento ao longo do horizonte de projeção. Os aumentos dos preços do petróleo e o seu impacto nos custos dos fatores de produção e, de um modo mais geral, nos termos de troca afetaram as margens de lucro no início de 2017. Com o desvanecimento destes efeitos atenuantes, espera-se que as margens de lucro beneficiem da continuação da recuperação económica, embora sejam um pouco contidas, durante o horizonte de projeção, pelo maior crescimento dos custos unitários do trabalho.

As pressões externas sobre os preços aumentaram significativamente nos últimos trimestres e espera-se que mantenham algum ímpeto ascendente também no horizonte de projeção. A taxa de crescimento anual dos preços das importações deverá passar a ser positiva em 2017, após quatro anos de descida. Esta inflexão em 2017 deve-se principalmente à subida dos preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas desde 2016. O esperado abrandamento subsequente das taxas de crescimento reflete tanto a moderação da evolução dos preços das matérias-primas como o impacto em sentido descendente da recente apreciação do euro. As pressões inflacionistas subjacentes a nível mundial deverão, de forma mais geral, fortalecer-se gradualmente ao longo do horizonte de projeção, face ao aumento dos custos de produção mundiais em consonância com a diminuição da margem disponível na economia mundial. Contudo, em virtude do remanescente nível elevado de capacidade produtiva disponível mundial e das pressões sobre a competitividade a nível mundial, não é expectável que tal exerça uma pressão substancial em sentido ascendente sobre os preços das importações da área do euro.

Em comparação com as projeções de junho de 2017, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas ligeiramente em baixa. A apreciação da taxa de câmbio do euro desde o anterior exercício de projeção coloca pressão em sentido descendente sobre a inflação medida pelo IHPC. No caso da inflação subjacente, esta pressão em sentido descendente é parcialmente compensada pela melhoria das perspetivas para a procura interna da área do euro (ver a caixa 3).

Caixa 3

Avaliação do impacto da recente apreciação do euro nas perspetivas para a inflação na área do euro

A taxa de câmbio efetiva nominal do euro registou uma apreciação nos últimos meses e a sua média de dez dias, à data de fecho do atual exercício de projeção (14 de agosto de 2017), situava-se 4.4% acima do nível pressuposto nas projeções de junho de 2017.

A presente caixa aborda os fatores que devem ser tomados em consideração na avaliação do impacto da recente apreciação do euro nas perspetivas para a inflação na área do euro.

Embora sujeitas a uma heterogeneidade significativa, as elasticidades dos modelos-padrão sugerem, em geral, que um choque de taxas de câmbio com a magnitude observada nos últimos meses teria um impacto não negligenciável nas perspetivas para a inflação na área do euro⁴. Contudo, estas elasticidades dos modelos só são válidas para choques de taxas de câmbio exógenos. Em contraste, é provável que a recente apreciação tenha sido desencadeada, em grande medida, pela nova melhoria das perspetivas de crescimento económico na área do euro, o que, por seu turno, reflete uma melhoria das perspetivas para a procura interna – aspeto que deve ser tomado em conta na avaliação do impacto da recente apreciação do euro nas perspetivas para a inflação.

Nas projeções de setembro de 2017, o impacto global da apreciação do euro sobre a inflação é considerado significativamente mais moderado do que o implícito nas elasticidades dos modelos-padrão, as quais dizem respeito, em regra, a um choque de taxas de câmbio exógeno. Estudos empíricos recentes reconheceram o carácter endógeno dos movimentos da taxa de câmbio e ilustraram a dependência em termos de choques do impacto dos movimentos da taxa de câmbio sobre a inflação⁵. Por outras palavras, a resposta dos preços a uma alteração cambial pode divergir em função do carácter subjacente do(s) choque(s) que desencadeia(m) inicialmente o movimento da taxa de câmbio, visto que essa resposta pode refletir diferentes canais de transmissão. Caso uma apreciação seja totalmente desencadeada por um choque favorável do lado da procura, as estimativas empíricas apontam mesmo para pressões em sentido ascendente sobre os preços, através do reforço das perspetivas quanto à procura interna. Dado que as expectativas de um crescimento económico mais favorável – refletindo a melhoria das perspetivas para a procura interna – são um fator impulsionador essencial da recente apreciação do euro, os efeitos atenuantes dessa apreciação sobre a inflação deverão ser bastante inferiores ao implícito num choque de taxa de câmbio puramente exógeno, cujo impacto é captado pelas elasticidades dos modelos-padrão.

⁴ Ver, por exemplo, o artigo intitulado “Exchange rate pass-through into euro area inflation”, *Boletim Económico do BCE*, Número 7/2016.

⁵ Ver, por exemplo, Shambaugh, J., “A new look at pass-through”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, n.º 4, pp. 560-591, junho de 2008; Forbes, K., Hjortsoe, I. e Nenova, T., “The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through”, *Discussion Paper*, n.º 43, Bank of England, External MPC Unit, novembro de 2015; e Ciccarelli, M. e Osbat, C., “Low inflation in the euro area: Causes and consequences”, *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais do BCE*, n.º 181, janeiro de 2017.

Segundo as projeções, a orientação orçamental apresentar-se-á, 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. A orientação orçamental em 2017 é afetada por um aumento do investimento público, após o resultado fraco observado em 2016, e um pagamento pontual na Alemanha a produtores de energia nuclear (cerca de 0.2% do PIB do país)⁶. A orientação globalmente neutra reflete efeitos compensatórios tanto do lado da despesa como da receita.

Projeta-se que, durante o horizonte de projeção, os rácios do défice e da dívida públicos apresentem uma trajetória descendente. A projeção orçamental implica uma diminuição gradual do défice público no decurso do período, devido principalmente a uma melhoria da componente cíclica e a uma diminuição dos pagamentos de juros. O saldo primário corrigido do ciclo deverá permanecer praticamente inalterado. Espera-se que o rácio da dívida pública em relação ao PIB mantenha uma trajetória descendente no horizonte de projeção, apoiado pela melhoria do saldo primário e por um diferencial favorável entre taxa de juro e taxa de crescimento⁷.

Em comparação com as projeções de junho de 2017, as perspetivas no tocante ao défice orçamental permanecem, em geral, inalteradas, embora o rácio da dívida seja um pouco mais baixo, refletindo sobretudo um diferencial mais favorável entre taxa de juro e taxa de crescimento em 2017.

⁶ Tal decorreu de uma decisão do Tribunal Constitucional, que considerou inconstitucional o imposto sobre o combustível para reatores, cobrado no período de 2011 a 2016.

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.

Quadro 1

Projeções macroeconómicas para a área do euro¹⁾

(variação anual, em percentagem)

	Setembro de 2017				Junho de 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB real	1.8	2.2	1.8	1.7	1.7	1.9	1.8	1.7
		[2.1 – 2.3] ²⁾	[1.0 – 2.6] ²⁾	[0.6 – 2.8] ²⁾		[1.6 – 2.2] ²⁾	[0.8 – 2.8] ²⁾	[0.6 – 2.8] ²⁾
Consumo privado	2.0	1.7	1.8	1.5	1.9	1.5	1.6	1.4
Consumo público	1.8	1.2	1.2	1.1	1.8	1.2	1.2	1.1
Formação bruta de capital fixo	4.1	4.0	3.9	3.1	3.6	3.7	3.4	3.0
Exportações ³⁾	3.2	4.7	3.7	3.8	2.8	4.8	4.3	4.1
Importações ³⁾	4.5	5.2	4.6	4.2	4.0	5.2	4.6	4.3
Emprego	1.4	1.5	1.0	0.8	1.4	1.4	1.0	0.9
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	10.0	9.1	8.6	8.1	10.0	9.4	8.8	8.3
IHPC	0.2	1.5	1.2	1.5	0.2	1.5	1.3	1.6
		[1.4 – 1.6] ²⁾	[0.6 – 1.8] ²⁾	[0.7 – 2.3] ²⁾		[1.4 – 1.6] ²⁾	[0.6 – 2.0] ²⁾	[0.7 – 2.5] ²⁾
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	0.9	1.2	1.3	1.5	0.9	1.2	1.4	1.6
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	0.9	1.1	1.3	1.5	0.9	1.1	1.4	1.7
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos ⁴⁾	0.8	1.1	1.3	1.5	0.8	1.1	1.4	1.7
Custos unitários do trabalho	0.8	0.8	1.2	1.4	0.9	1.1	1.3	1.5
Remuneração por trabalhador	1.2	1.5	2.0	2.3	1.3	1.7	2.1	2.4
Produtividade do trabalho	0.4	0.7	0.8	0.9	0.3	0.5	0.8	0.9
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do P B)	-1.5	-1.3	-1.0	-0.9	-1.5	-1.3	-1.2	-1.0
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) ⁵⁾	-1.5	-1.4	-1.3	-1.2	-1.6	-1.5	-1.4	-1.3
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	89.1	87.5	86.0	84.2	89.2	87.9	86.4	84.7
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	3.5	2.9	2.5	2.5	3.4	2.8	2.8	2.9

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 HPC.

5) Calculado como o saldo orçamental das administrações públicas líquido de efeitos transitórios do ciclo económico e de medidas temporárias tomadas pelos governos (para informação sobre a abordagem do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), ver o Documento de Trabalho n.º 77, de setembro de 2001, e o Documento de Trabalho n.º 579, de janeiro de 2007, da *Série de Documentos de Trabalho do BCE*). A projeção do saldo estrutural não é obtida a partir de uma medida agregada do desvio do produto. De acordo com a metodologia do SEBC, as componentes cíclicas são calculadas separadamente para as diferentes rubricas da receita e da despesa. Para mais pormenores, ver a caixa intitulada "Ajustamento cíclico do saldo orçamental público", na edição de março de 2012 do *Boletim Mensal do BCE*, e a caixa intitulada "O saldo estrutural como indicador da posição orçamental subjacente", na edição de setembro de 2014 do *Boletim Mensal do BCE*.

Caixa 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 uma trajetória ligeiramente ascendente do perfil dos preços do petróleo, com os preços do petróleo bruto Brent a subirem para cerca de USD 53 por barril no final de 2019. Esta trajetória implícita nos preços dos futuros do petróleo é coerente com o crescimento moderado da procura mundial de petróleo, um cenário associado a algum fortalecimento da retoma da economia mundial. No que respeita aos fatores do lado da oferta, a extensão do acordo entre a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e os principais produtores não pertencentes à OPEP não levou a um aumento significativo da curva de preços dos futuros do petróleo, provavelmente devido ao nível ainda elevado – embora em queda – das reservas de petróleo e a receios de que alguns dos maiores produtores de petróleo possam não seguir o acordo. Além disso, a expansão robusta da produção de petróleo de xisto nos Estados Unidos compensou, em parte, os cortes efetuados pelos produtores convencionais. Uma combinação de modelos alternativos utilizados pelos especialistas do Eurosistema⁸ para prever os preços do petróleo no horizonte de projeção sugere atualmente uma trajetória dos preços do petróleo ligeiramente mais elevada do que o considerado nos pressupostos técnicos. Essa trajetória pode ser consentânea com inesperadas novas perturbações do lado da oferta no curto e médio prazo. Tal, por seu turno, pode resultar numa convergência mais rápida do que o esperado da oferta e da procura e, por conseguinte, em preços do petróleo mais elevados. A concretização de uma trajetória alternativa dos preços do petróleo, na qual, até 2019, os preços do petróleo seriam 3.8% 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 0.1 pontos percentuais em 2019).

2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

Esta análise de sensibilidade investiga, a título ilustrativo, o impacto mecânico de uma trajetória mais alta da taxa de câmbio do euro, em comparação com a projeção de referência. Para efeitos ilustrativos, a trajetória alternativa da taxa de câmbio do euro foi calculada a partir do 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 14 de agosto 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 1.31 por euro em 2019, valor que é cerca de 11% superior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. Os pressupostos correspondentes relativos à taxa de câmbio efetiva nominal do euro refletem regularidades históricas, segundo as quais variações na taxa de câmbio USD/EUR espelham variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de cerca de 52%. Este pressuposto resulta numa divergência em alta gradual da taxa de câmbio efetiva do euro relativamente à projeção de referência, atingindo a taxa de câmbio efetiva do euro um nível cerca de 6% mais elevado do que

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.

a projeção de referência em 2019. Neste cenário, a média dos resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados pelos especialistas aponta para um crescimento real do PIB 0.3 pontos percentuais inferior, tanto em 2018 como em 2019, e para uma inflação medida pelo IHPC 0.4 e 0.5 pontos percentuais mais baixa, respetivamente em 2018 e 2019. 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 (ver a caixa 3).

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. No entanto, essas previsões não são rigorosamente comparáveis entre si ou com as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE, 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, no geral, dentro dos intervalos (apresentados entre parênteses retos no quadro) das projeções dos especialistas do BCE.

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

(variação anual, em percentagem)

	Data de publicação	Crescimento do PIB			Inflação medida pelo IHPC		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Projeções dos especialistas do BCE	Setembro de 2017	2.2	1.8	1.7	1.5	1.2	1.5
		[2.1 – 2.3]	[1.0 – 2.6]	[0.6 – 2.8]	[1.4 – 1.6]	[0.6 – 1.8]	[0.7 – 2.3]
Comissão Europeia	Maio de 2017	1.7	1.8	-	1.6	1.3	-
Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Junho de 2017	1.8	1.8	-	1.7	1.4	-
Barómetro da Zona Euro	Agosto de 2017	2.0	1.8	1.5	1.6	1.4	1.7
Previsões da Consensus Economics	Agosto de 2017	2.0	1.8	1.4	1.5	1.3	1.7
Inquérito a Analistas Profissionais	Julho de 2017	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4	1.6
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Julho de 2017	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5	1.7

Fontes: Previsões Económicas Europeias da primavera de 2017, elaboradas pela Comissão Europeia; *Article IV country report*, de 25 de julho de 2017, do FMI; *Economic Outlook*, de junho de 2017, da OCDE; Previsões da Consensus Economics, de agosto de 2017; Barómetro da Zona Euro da MJEconomics, de agosto de 2017, e Inquérito a Analistas Profissionais, realizado pelo BCE, de julho 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 2529-4571 (pdf)

N.º de Catálogo da UE QB-CE-17-002-PT-N (pdf)