



Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE¹ – setembro de 2018

Na sequência de um crescimento forte em 2017, a expansão económica na área do euro registou um abrandamento no primeiro semestre de 2018, devido, em grande medida, ao enfraquecimento do comércio mundial. Embora as incertezas mundiais tenham atenuado as perspetivas de curto prazo, projeta-se que a expansão na área do euro prossiga a um ritmo ligeiramente acima do potencial, refletindo o impacto favorável da orientação muito acomodatória da política monetária, a melhoria das condições do mercado de trabalho e a maior robustez dos balanços. A ligeira moderação do crescimento real do produto interno bruto (PIB), de 2.0% em 2018 para 1.7% em 2020, é explicada sobretudo pelo enfraquecimento gradual do estímulo proporcionado pelo comércio mundial e pela crescente escassez da oferta de mão de obra. Espera-se que a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) se situe, em média, em 1.7% em cada um dos anos do horizonte de projeção, embora com alguma volatilidade no perfil trimestral. A trajetória estável das taxas de inflação médias anuais oculta uma descida da taxa anual da componente de preços dos produtos energéticos, à medida que o impacto de aumentos anteriores dos preços do petróleo se desvanece. Essa descida é compensada pela subida gradual da inflação subjacente, face ao impacto cada vez maior das restrições a nível da oferta.

1 Economia real

Após um crescimento muito forte em 2017, a expansão registou um enfraquecimento considerável no primeiro semestre de 2018. A redução

¹ As projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE ou 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. Estas projeções 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 21 de agosto de 2018 (ver a caixa 1). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício foi 29 de agosto de 2018. O exercício de projeção macroeconómica atual abrange o período de 2018 a 2020. Projeções com um horizonte tão alargado estão sujeitas a uma incerteza muito elevada, facto que é necessário ter em conta na sua interpretação. Ver o artigo dedicado a uma avaliação das projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema (*An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections*), publicado na edição de maio de 2013 (não disponível em língua portuguesa) do *Boletim Mensal do BCE*.

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

dos níveis muito elevados de crescimento está relacionada principalmente com um menor impulso do comércio externo, que reflete o impacto de um enfraquecimento do comércio mundial, a par do impacto da anterior apreciação do euro. Embora o abrandamento da atividade tenha, aparentemente, sido impulsionado sobretudo por fatores do lado da procura, é também provável que vários fatores temporários e do lado da oferta tenham atenuado um pouco a atividade no primeiro semestre de 2018.

Numa análise prospetiva, ao longo dos próximos trimestres, espera-se que o crescimento real do PIB na área do euro se mantenha estável. Tal está em conformidade com os indicadores de confiança das empresas e dos consumidores, que permanecem em níveis elevados face aos padrões históricos, não obstante uma diminuição de alguns destes indicadores em inícios do ano. As perspetivas são também confirmadas por indicadores avançados, como o EuroCOIN e o índice dos indicadores económicos avançados do Conference Board (*Conference Board Leading Economic Index*).

Quadro 1

Projeções macroeconómicas para a área do euro¹⁾

(variação anual, em percentagem)

	Setembro de 2018				Junho de 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB real	2.5	2.0	1.8	1.7	2.5	2.1	1.9	1.7
		[1.8 – 2.2] ²⁾	[1.0 – 2.6] ²⁾	[0.6 – 2.8] ²⁾		[1.8 – 2.4] ²⁾	[0.9 – 2.9] ²⁾	[0.6 – 2.8] ²⁾
Consumo privado	1.7	1.5	1.7	1.6	1.7	1.6	1.7	1.5
Consumo público	1.2	1.4	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2
Formação bruta de capital fixo	2.8	4.0	3.2	2.9	3.3	4.2	3.3	2.8
Exportações ³⁾	5.6	3.1	3.8	3.6	5.4	4.2	4.4	3.8
Importações ³⁾	4.2	3.5	4.5	3.9	4.6	4.1	4.7	4.0
Emprego	1.6	1.4	0.9	0.8	1.6	1.4	1.1	0.8
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	9.1	8.3	7.8	7.4	9.1	8.4	7.8	7.3
IHPC	1.5	1.7	1.7	1.7	1.5	1.7	1.7	1.7
		[1.6 – 1.8] ²⁾	[1.1 – 2.3] ²⁾	[0.9 – 2.5] ²⁾		[1.6 – 1.8] ²⁾	[1.0 – 2.4] ²⁾	[0.9 – 2.5] ²⁾
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	1.2	1.3	1.6	1.8	1.2	1.3	1.7	1.9
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	1.0	1.1	1.5	1.8	1.0	1.1	1.6	1.9
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos ⁴⁾	1.0	1.1	1.5	1.8	1.0	1.1	1.5	1.9
Custos unitários do trabalho	0.7	1.6	1.3	1.7	0.7	1.5	1.2	1.8
Remuneração por trabalhador	1.5	2.2	2.2	2.7	1.6	2.3	2.1	2.7
Produtividade do trabalho	0.9	0.6	0.9	1.0	0.9	0.7	0.9	0.9
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-1.0	-0.6	-0.8	-0.5	-0.9	-0.7	-0.8	-0.5
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) ⁵⁾	-1.0	-0.8	-1.0	-1.0	-0.9	-0.9	-1.0	-0.9
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	86.6	84.8	82.8	80.6	86.7	84.8	82.7	80.4
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	3.5	3.2	2.8	2.8	3.5	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 médio prazo, mantêm-se os fundamentos para uma continuação da

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

igualmente para o dinamismo da despesa privada. De acordo com as projeções, a orientação orçamental deverá passar a ser ligeiramente expansionista em 2019 e globalmente neutra em 2020. O crescimento do consumo privado e do investimento residencial deverão também beneficiar das condições robustas no mercado de trabalho e do aumento do património líquido. Paralelamente, o investimento empresarial continuará a expandir-se num contexto de aumento dos lucros e de elevada utilização da capacidade produtiva. As exportações da área do euro deverão beneficiar da expansão em curso da atividade económica mundial e do correspondente crescimento da procura externa da área do euro.

No entanto, projeta-se que o crescimento real do PIB registe um ligeiro abrandamento no horizonte de projeção, com o desaparecimento progressivo de alguns fatores favoráveis. A desaceleração da procura externa da área do euro deverá atenuar o crescimento das exportações em 2018 e 2019. O crescimento do emprego deverá abrandar de forma substancial em 2019 e 2020, sobretudo em resultado do impacto cada vez maior da escassez de oferta de mão de obra em alguns países. Além disso, espera-se que o crescimento do consumo privado seja atenuado por uma normalização do rácio de poupança, face a níveis baixos, no contexto da expansão cíclica em alguns países.

O crescimento do rendimento disponível real deverá fortalecer-se em 2018 e 2019, enfraquecendo em 2020. Projeta-se que o contributo dos salários e vencimentos brutos para o crescimento do rendimento disponível nominal aumente de forma acentuada em 2018, impulsionado pelo crescimento salarial mais forte, registando depois um ligeiro enfraquecimento no resto do horizonte de projeção, com os novos aumentos do crescimento dos salários nominais a serem mais do que compensados pelo impacto do abrandamento do emprego. Projeta-se uma subida gradual de outros rendimentos pessoais no decurso do horizonte de projeção, em consonância com o aumento dos lucros. O contributo das transferências orçamentais líquidas deverá permanecer negativo em 2018, esperando-se que passe a ser positivo em 2019, no contexto de cortes na tributação direta e transferências crescentes para as famílias, e que se torne neutro em 2020. De um modo geral, espera-se que a composição do crescimento do rendimento disponível nominal passe a ser menos favorável à despesa das famílias, com o rendimento disponível a ser impulsionado mais pelos salários do que pelo emprego, uma vez que o consumo normalmente reage de uma forma um pouco mais forte a alterações ao nível do emprego.

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

Ao longo do horizonte de projeção, o rácio de poupança das famílias deverá aumentar de forma gradual de níveis historicamente baixos. O rácio de poupança diminuiu em 2017, espelhando sobretudo a melhoria da situação económica e financeira das famílias, algum desvanecimento da procura latente, no contexto de grandes compras anteriormente adiadas, e o impacto das taxas de juro muito baixas na propensão das famílias para a poupança. Projeta-se que o rácio de poupança aumente no decurso do horizonte de projeção, refletindo sobretudo uma normalização face à expansão cíclica. Além disso, espera-se que as famílias aumentem a poupança em resposta aos 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 junho de 2018, os pressupostos técnicos incluem uma taxa de câmbio efetiva do euro mais forte, preços do petróleo mais baixos em dólares dos Estados Unidos e taxas de juro mais baixas. Os pressupostos técnicos relativos às taxas de juro e aos preços das matérias-primas têm por base as expetativas do mercado, com uma data de fecho da informação de 21 de agosto de 2018. 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 2018, de -0.2% em 2019 e de 0.0% 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 2018, 1.3% em 2019 e 1.6% em 2020².

Em comparação com as projeções de junho de 2018, as expetativas do mercado em relação às taxas de juro de curto prazo foram objeto de uma revisão em baixa de 6 pontos base para 2019 e 19 pontos base para 2020, ao passo que as taxas de juro de longo prazo foram revistas em baixa em 8 pontos base para 2018, 15 pontos base para 2019 e 17 pontos base para 2020.

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 21 de agosto de 2018, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent aumente de USD 54.4 em 2017 para USD 71.5 em 2018 e USD 71.7 em 2019, diminuindo para USD 69.0 em 2020. Esta trajetória implica que, em comparação com as projeções de junho de 2018, os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos são 4.0% mais baixos em 2018, 2.5% mais baixos em 2019 e 0.4% mais altos em 2020. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das

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.

matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que aumentem ligeiramente em 2018, diminuam em 2019 e subam em 2020³.

Relativamente às taxas de câmbio bilaterais, parte-se do pressuposto de que, ao longo do horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevalecentes no período de duas semanas findo em 21 de agosto de 2018, a data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio média de USD 1.18 por euro em 2018 e de USD 1.14 por euro em 2019 e 2020, o que compara com USD 1.18 nas projeções de junho de 2018. A taxa de câmbio efetiva do euro (face a 38 parceiros comerciais) é 1.5% mais forte do que o pressuposto nas projeções de junho de 2018.

Pressupostos técnicos

	Setembro de 2018				Junho de 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	-0.3	-0.3	-0.2	0.0	-0.3	-0.3	-0.2	0.2
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	1.0	1.1	1.3	1.6	1.0	1.2	1.5	1.7
Preço do petróleo (USD/barril)	54.4	71.5	71.7	69.0	54.4	74.5	73.5	68.7
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	8.0	1.9	-2.6	4.2	7.9	9.3	2.5	4.1
Taxa de câmbio USD/EUR	1.13	1.18	1.14	1.14	1.13	1.20	1.18	1.18
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem)	2.2	5.1	0.6	0.0	2.2	4.4	-0.1	0.0

A expansão do investimento residencial deverá prosseguir, ainda que com menor dinamismo.

O investimento em habitação registou uma forte subida em 2016 e 2017, apoiado por condições de financiamento muito favoráveis e pelo aumento do crescimento do rendimento relacionado com a criação de emprego em curso. Contudo, aparentemente, a recuperação do investimento em habitação atingiu o valor máximo em inícios de 2018. As principais condições para novos aumentos do investimento residencial persistem ao longo do horizonte de projeção, com inquéritos a indicarem que as famílias planeiam cada vez mais adquirir ou construir casa nos próximos dois anos ou, em particular, proceder a obras de beneficiação. No entanto, apesar da procura dinâmica de habitação, o dinamismo desta expansão deverá ser atenuado pelo crescente impacto das restrições em termos de capacidade produtiva no setor da construção e por tendências demográficas desfavoráveis em alguns países. Além disso, espera-se que as condições de financiamento se tornem ligeiramente mais restritivas, sendo provável que, com a subida das taxas de rendibilidade, surjam gradualmente oportunidades de investimento a longo prazo alternativas.

Espera-se que o investimento empresarial continue a recuperar no decurso do horizonte de projeção, embora a um ritmo progressivamente decrescente.

O investimento empresarial deverá continuar a ser apoiado por vários fatores:

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

a confiança das empresas permanece em níveis muito elevados, em resultado das expectativas favoráveis quanto à produção e das carteiras de encomendas consideráveis; a utilização da capacidade produtiva mantém-se bastante acima da sua média de longo prazo, sendo a falta de equipamento cada vez mais referida como um fator que limita a produção no setor da indústria transformadora; as condições de financiamento deverão permanecer muito favoráveis ao longo do horizonte de projeção; os lucros deverão registar um aumento, no contexto de um setor das sociedades não financeiras já caracterizado por uma liquidez elevada; e as empresas poderão aumentar o investimento como forma de compensar restrições do lado da oferta relacionadas com a mão de obra. Acresce que a recuperação forte dos preços das ações observada nos últimos anos, a continuação da acumulação de ativos e o crescimento moderado do financiamento por dívida reduziram o rácio de alavancagem (dívida em relação ao total de ativos) no setor das sociedades não financeiras para valores próximos dos mínimos históricos. Todavia, o endividamento bruto consolidado (o rácio da dívida em relação ao rendimento) diminuiu muito menos e ainda se situa um pouco acima dos níveis anteriores à crise. A perda gradual de dinamismo do investimento empresarial durante o horizonte de projeção reflete a desaceleração geral da procura interna e externa.

Caixa 2

Enquadramento internacional

A expectativa é de que o crescimento económico mundial registe uma moderação gradual ao longo do horizonte de projeção, no contexto de riscos e incertezas crescentes.

A economia mundial continuou a expandir-se a um ritmo constante no primeiro semestre de 2018. Embora a indústria transformadora a nível mundial tenha registado uma moderação nos últimos meses, os inquéritos sugerem que a atividade mundial se mantém, em geral, sustentada. No curto prazo, espera-se, contudo, uma moderação do dinamismo da economia mundial. Por um lado, as economias avançadas continuam a beneficiar de políticas monetárias acomodáticas e do estímulo orçamental considerável nos Estados Unidos. A anterior recuperação dos preços do petróleo também ajudou a estabilizar o investimento em muitas economias exportadoras de petróleo. Por outro lado, a incerteza no tocante às futuras relações comerciais aumentou e espera-se que afete a confiança e o investimento no curto prazo. Os receios em relação ao comércio, a normalização gradual das políticas monetárias nas economias avançadas e as incertezas quanto às políticas conduziram a uma maior restritividade das condições financeiras nos últimos meses, em particular em algumas economias emergentes. No médio prazo, a expectativa é de um abrandamento da atividade, face à atenuação das forças cíclicas. Os desvios negativos do produto já se reduziram ou estão a reduzir-se na maioria das economias avançadas e o apoio em termos de políticas diminuirá de forma gradual. A transição da China para uma trajetória de crescimento mais reduzido (menos dependente de estímulos de políticas) deverá afetar as perspetivas para este país. Além disso, apesar de as economias exportadoras de matérias-primas registarem uma recuperação, ainda se defrontam com a necessidade de consolidação orçamental. De um modo geral, segundo as projeções, o crescimento mundial (excluindo a área do euro) deverá situar-se em 3.9% em 2018 e diminuir para 3.7% em 2020. Em comparação com as projeções de junho de 2018, o crescimento do PIB mundial foi objeto de uma revisão em baixa de 0.1 pontos percentuais para 2018 e de 0.2 pontos percentuais para 2019. Estas revisões em sentido descendente espelham perspetivas mais fracas em algumas economia emergentes, em especial na Turquia.

Considera-se ainda que as tensões crescentes ao nível do comércio e as incertezas acrescidas sobre as perspetivas mundiais atenuarão o investimento mundial nos próximos trimestres.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Setembro de 2018				Junho de 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.8	3.9	3.7	3.7	3.8	4.0	3.9	3.7
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	5.4	4.6	3.9	3.8	5.2	5.1	4.6	4.0
Procura externa da área do euro ²⁾	5.3	4.1	3.6	3.6	5.2	5.2	4.3	3.7

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

Na sequência de uma desaceleração acentuada no segundo trimestre do corrente ano, o comércio mundial deverá registar uma recuperação moderada, mas permanecerá relativamente modesto num contexto de crescentes incertezas relacionadas com o protecionismo do comércio. Após um crescimento forte em 2017, verificou-se uma desaceleração do comércio mundial nos primeiros meses do corrente ano. Numa análise prospetiva, as tarifas aplicadas até à data afetam uma proporção relativamente pequena do comércio mundial. No entanto, adensaram os receios quanto às perspetivas para as políticas comerciais e a economia mundial, o que deverá pesar sobre a atividade mundial e as perspetivas de comércio. No médio prazo, projeta-se que o ritmo de expansão do comércio mundial seja globalmente semelhante ao da atividade mundial. De um modo geral, espera-se que a procura externa da área do euro registe uma expansão de 4.1% em 2018 e abrande para 3.6% até 2020. Em comparação com as projeções de junho de 2018, os valores foram revistos em baixa em 1.1 pontos percentuais para 2018, 0.7 pontos percentuais para 2019 e 0.1 pontos percentuais para 2020. As revisões em sentido descendente refletem sobretudo a diminuição do dinamismo observado nos dados a curto prazo. Numa análise prospetiva, espelham o impacto de tarifas comerciais mais elevadas e os efeitos do enfraquecimento da atividade projetada.

De acordo com as projeções, o crescimento das exportações extra-área do euro será atenuado em consonância com o abrandamento da procura externa.

Espera-se que as exportações extra-área do euro continuem a apresentar um ritmo de crescimento semelhante ao da procura externa da área do euro, implicando quotas de mercado das exportações globalmente estáveis ao longo do horizonte de projeção. As importações extra-área do euro deverão beneficiar da evolução positiva da procura interna e, nos próximos trimestres, do euro mais forte. Como se projeta um aumento das importações um pouco mais rápido do que o das exportações, o contributo do comércio líquido para o crescimento económico deverá ser globalmente neutro durante o horizonte de projeção, após um contributo muito positivo em 2017.

Projeta-se uma desaceleração do crescimento do emprego, visto esperar-se que a escassez de mão de obra passe a ter um impacto cada vez maior em alguns países. O número de indivíduos empregados na área do euro aumentou 0.4% no primeiro e segundo trimestres de 2018. A recente força do crescimento do emprego foi generalizada entre os países e inquéritos prospetivos sugerem a

continuação de um crescimento sólido do emprego no curto prazo. Contudo, projeta-se que o crescimento do emprego perca algum dinamismo. Em 2018, espera-se que o impacto de alguns fatores temporários favoráveis (tais como estímulos orçamentais em determinados países da área do euro) se desvança de forma gradual. Pressupõe-se que, na parte final do horizonte de projeção, a escassez de oferta de mão de obra se intensifique em alguns países.

Segundo as projeções, o crescimento da população ativa registrará uma moderação ao longo do horizonte de projeção. 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 a continuação do aumento das taxas de participação no mercado de trabalho (incluindo a inversão do efeito do “trabalhador desincentivado”). Não obstante, projeta-se que estes efeitos positivos sejam compensados gradualmente, ao longo do horizonte de projeção, pelo impacto adverso do envelhecimento da população, dado que gerações mais velhas deixam de integrar a população ativa em números superiores aos das gerações mais jovens que passam a integrá-la.

Relativamente à taxa de desemprego, espera-se que diminua para 7.4% em 2020. Esta desceu para 8.3% no segundo trimestre de 2018, o nível mais baixo observado desde finais de 2008. Numa análise prospetiva, projeta-se que o número de desempregados continue a diminuir de modo considerável, aproximando-se do nível mínimo anterior à crise.

Espelhando o seu padrão cíclico, projeta-se que a produtividade do trabalho recupere em 2019 e 2020. Após um forte dinamismo em 2017, a produtividade do trabalho abrandou no primeiro semestre de 2018, refletindo o enfraquecimento inesperado da atividade. Espera-se que o crescimento da produtividade registre um aumento moderado no segundo semestre de 2018, espelhando a reação desfasada do emprego ao enfraquecimento da atividade no início do ano. Numa análise mais prospetiva, o suprarreferido abrandamento do crescimento do emprego, a cada vez maior utilização de capital num contexto de diminuição da margem disponível na economia, o aumento do número de horas trabalhadas por indivíduo empregado e alguns ganhos de produtividade total dos fatores sugerem que o crescimento da produtividade do trabalho aumentará mais adiante no horizonte de projeção, convergindo gradualmente para a sua taxa média de 1.0% anterior à crise.

O crescimento real do PIB deverá manter-se acima do crescimento potencial ao longo do horizonte de projeção. Estima-se que o produto potencial tenha adquirido algum dinamismo nos últimos anos, apoiado por contribuições cada vez maiores do trabalho e da produtividade total dos fatores. No final do horizonte de projeção e embora ainda deva situar-se aquém do crescimento real do PIB, espera-se que o produto potencial aumente a uma taxa ligeiramente inferior à registada antes da crise. Importa, porém, destacar que tanto o crescimento potencial como os seus fatores impulsionadores não são observáveis e que a incerteza em torno das estimativas é considerável.

Em comparação com as projeções de junho de 2018, o crescimento real do PIB foi objeto de uma ligeira revisão em baixa no que toca a 2018 e 2019.

Estas revisões em baixa estão relacionadas sobretudo com um contributo do comércio líquido mais fraco do que o previamente esperado, refletindo revisões em baixa da procura externa e uma taxa de câmbio efetiva do euro mais forte. Estes efeitos mais do que compensaram o impacto positivo, na procura interna, resultante de taxas de juro ativas mais baixas e de alguns estímulos orçamentais.

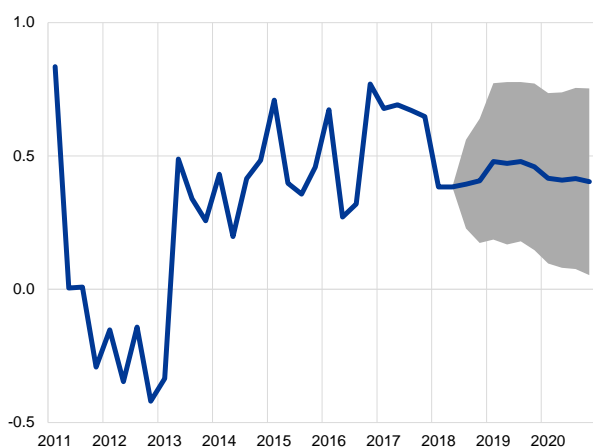
Gráfico 1

Projeções macroeconómicas¹⁾

(dados trimestrais)

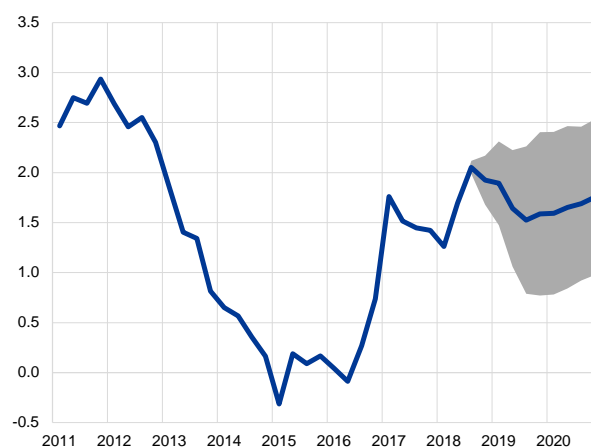
PIB real da área do euro²⁾

(variação em termos trimestrais em cadeia, em percentagem)



IHPC da área do euro

(variação homóloga, em percentagem)



1) Os intervalos em torno das principais projeções têm por base as diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excecionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE (*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*), publicado em dezembro de 2009 e disponível (apenas em língua inglesa) no sítio do BCE. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Dados corrigidos de dias úteis.

2

Preços e custos

De acordo com as projeções, a inflação medida pelo IHPC será, em média, de 1.7%, em cada um dos anos do horizonte de projeção, visto que o perfil descendente da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC compensa o fortalecimento gradual da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares.

Projeta-se uma diminuição da inflação dos preços dos produtos energéticos ao longo de todo o horizonte de projeção, refletindo efeitos de base em sentido descendente e uma ligeira descida dos preços dos futuros do petróleo bruto. A inflação subjacente deverá registar uma subida, em resultado da melhoria da posição cíclica da economia e do associado aumento do crescimento dos salários. Espera-se que alguns novos efeitos em sentido ascendente sobre a inflação subjacente advenham da evolução dos preços externos, devido ao impacto indireto de anteriores subidas dos preços do petróleo na inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. De um modo geral, projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares aumente de forma gradual, de 1.1% em 2018 para 1.8% em 2020.

O crescimento dos salários deverá registar uma subida significativa durante o horizonte de projeção, à medida que os mercados de trabalho se tornam mais restritivos e o impacto dos fatores que atenuaram o crescimento dos salários em alguns países nos últimos anos se desvanece. Projeta-se que o crescimento da remuneração por trabalhador aumente significativamente ao longo do horizonte de projeção, situando-se em 2.7% em 2020. Espera-se que o crescimento dos custos unitários do trabalho registre um fortalecimento, em consonância com o crescimento da remuneração por trabalhador, devido ao aumento relativamente modesto do crescimento da produtividade no decurso do horizonte de projeção. O principal fator impulsionador do aumento do crescimento salarial prende-se com a nova melhoria esperada das condições no mercado de trabalho da área do euro, a crescente restritividade do mercado de trabalho e a distinta escassez de oferta de mão de obra em algumas regiões da área do euro. As condições favoráveis no mercado de trabalho já passaram a ser visíveis no aumento dos salários negociados. Nos países da área do euro onde os processos de formação dos salários incluem elementos de indexação retrospectiva, pode também esperar-se que o aumento do crescimento salarial seja apoiado pela recente subida significativa da inflação global. Acresce que os efeitos atenuadores nos salários de fatores relacionados com a crise, tais como a necessidade de moderação salarial para recuperar competitividade de preços em alguns países e a contenção salarial latente, em virtude da forçosa rigidez em sentido descendente dos salários nominais durante a crise, deverão diminuir gradualmente com a continuação e a generalização da expansão económica nos países da área do euro. Além disso, espera-se que algumas medidas governamentais que contiveram o crescimento dos salários no passado se tornem menos relevantes.

Não se espera que as margens de lucro exerçam pressões inflacionistas adicionais ao longo do horizonte de projeção. Os aumentos do crescimento dos custos unitários do trabalho e dos impostos indiretos líquidos unitários deverão constituir a principal fonte das crescentes pressões inflacionistas medidas pelo deflator do PIB. O ritmo de expansão das margens de lucro deverá ser contido, em particular perto do final do horizonte de projeção, refletindo a trajetória ligeiramente descendente do crescimento da atividade.

Espera-se que as pressões externas sobre os preços permaneçam positivas, devendo, porém, registar uma moderação ao longo do horizonte de projeção. A trajetória descendente do deflator das importações, que terá início no próximo ano, espelha a redução moderada dos pressupostos relativos aos preços do petróleo, que conterà o impacto da subida dos preços das matérias-primas não petrolíferas e da intensificação gradual das pressões sobre os preços subjacentes a nível mundial relacionadas com a diminuição da margem disponível na economia mundial.

A inflação medida pelo IHPC mantém-se inalterada face ao exercício de projeção de junho de 2018. A inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos foi revista ligeiramente em baixa no que respeita a 2019 e 2020, em consonância com perspectivas de crescimento um pouco mais fracas. Estas revisões são compensadas por uma revisão em alta

da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC, em virtude de preços mais elevados da eletricidade e do gás em alguns países em 2018, bem como dos pressupostos relativos aos preços do petróleo em euros, que seguem uma trajetória descendente menos acentuada do que no anterior exercício de projeção.

3 Perspetivas orçamentais

Segundo as projeções, a orientação orçamental da área do euro deverá apresentar-se globalmente neutra em 2018, um pouco expansionista em 2019 e, de novo, globalmente neutra em 2020. A orientação da política orçamental é

medida como a variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. As medidas discricionárias adotadas em 2018 são de caráter expansionista, devido, em parte, a cortes nas contribuições para a segurança social e nos impostos sobre o rendimento das pessoas coletivas e, em parte, a um crescimento mais dinâmico da despesa pública. No entanto, o estímulo resultante destas medidas discricionárias é, em grande medida, compensado pelo dinamismo das receitas dos impostos diretos. Em 2019, o principal contributo para a orientação orçamental expansionista advirá dos cortes nos impostos diretos e do aumento da despesa pública num país da área do euro, o qual é parcialmente compensado pela consolidação noutro país da área do euro. Em 2020, cortes adicionais nos impostos diretos e nas contribuições para a segurança social serão parcialmente compensados por um crescimento mais moderado das prestações sociais e dos subsídios, bem como do consumo público.

Projeta-se que, no horizonte de projeção, os rácios do défice e da dívida públicos exibam uma trajetória descendente. A projeção orçamental implica uma

diminuição do défice público ao longo do horizonte de projeção, devido principalmente a uma melhoria da componente cíclica e a uma descida dos pagamentos de juros, resultante da substituição de dívida antiga, de custo elevado, por dívida nova, a taxas de juro mais baixas. Esta descida é parcialmente compensada por uma deterioração do saldo primário corrigido do ciclo. A trajetória descendente do rácio da dívida pública em relação ao PIB é apoiada por saldos primários positivos sustentados e por um diferencial favorável entre taxa de juro e taxa de crescimento⁴. Em comparação com as projeções de junho de 2018, as perspetivas para o défice permanecem globalmente inalteradas, ao passo que o rácio da dívida em relação ao PIB foi revisto ligeiramente em alta para 2020, devido sobretudo a um diferencial menos favorável entre taxa de juro e taxa de crescimento.

⁴ 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.

Caixa 3

Análises de sensibilidade

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

1) Trajetória alternativa dos preços do petróleo

Modelos alternativos dos preços do petróleo apontam para o risco de os preços do petróleo ao longo do horizonte de projeção serem superiores ao sugerido pelos preços dos futuros do petróleo. Os pressupostos técnicos relativos à evolução dos preços do petróleo subjacentes às projeções de referência, baseados nos mercados de futuros do petróleo, preveem um perfil moderadamente descendente dos preços do petróleo, com os preços do petróleo bruto Brent a situarem-se em USD 69 por barril em 2020. Esta trajetória é coerente com a continuação do crescimento da procura mundial de petróleo. No que respeita a fatores do lado da oferta, é provável que os preços dos futuros do petróleo reflitam também os efeitos em sentido descendente sobre os preços do petróleo devidos à flexibilização da política da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de cortes no fornecimento, que podem superar a ligeira deterioração das expectativas para a produção petrolífera dos Estados Unidos (devido a estrangulamentos no transporte) no curto prazo e os receios de uma redução do fornecimento por parte do Irão na sequência das sanções impostas pelos Estados Unidos. Uma combinação de modelos alternativos utilizados por especialistas do BCE⁵ para prever os preços do petróleo no horizonte de projeção indica preços do petróleo mais elevados do que os considerados nos pressupostos técnicos. A concretização de uma trajetória alternativa dos preços do petróleo, determinada a partir desses modelos, na qual, até 2020, os preços do petróleo seriam 4.7% mais altos do que na projeção de referência, atenuaria ligeiramente o crescimento real do PIB (em menos de 0.1 pontos percentuais em 2019 e 2020), implicando, ao mesmo tempo, uma subida um pouco mais rápida da inflação medida pelo IHPC (aumentando esta 0.1 pontos percentuais em 2020).

2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

Esta análise de sensibilidade investiga os efeitos de um fortalecimento da taxa de câmbio do euro. Uma fonte de risco de apreciação decorre de uma recuperação económica na área do euro mais forte do que o esperado, gerando pressões inflacionistas em sentido ascendente. Este cenário é coerente com a distribuição das densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções no que respeita à taxa de câmbio USD/EUR em 21 de agosto de 2018, distribuição essa que se apresenta altamente enviesada no sentido de uma apreciação do euro. O percentil 75 da distribuição implica uma apreciação do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a taxa de câmbio a ser de USD 1.33 por euro em 2020, valor que é cerca de 16.5% 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

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

variações na taxa de câmbio USD/EUR correspondem a variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de um pouco mais de 50%. Neste cenário, a média dos resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados pelos especialistas aponta para um crescimento real do PIB mais baixo 0.4 pontos percentuais em 2019 e 0.5 pontos percentuais em 2020, sendo a inflação medida pelo IHPC 0.5 pontos percentuais mais baixa em 2019 e 0.6 pontos percentuais mais baixa em 2020.

Caixa 4

Previsões elaboradas por outras instituições

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

Como assinalado no quadro, os valores avançados nas projeções atualmente disponíveis de outras 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 atuais 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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projeções dos especialistas do BCE	Setembro de 2018	2.0	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
		[1.8 – 2.2]	[1.0 – 2.6]	[0.6 – 2.8]	[1.6 – 1.8]	[1.1 – 2.3]	[0.9 – 2.5]
Comissão Europeia	Julho de 2018	2.1	2.0	–	1.7	1.7	–
Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Mai de 2018	2.2	2.1	–	1.6	1.8	–
Barómetro da Zona Euro	Agosto de 2018	2.1	1.8	1.6	1.7	1.6	1.7
Previsões da Consensus Economics	Agosto de 2018	2.1	1.8	1.3	1.7	1.6	1.6
Inquérito a Analistas Profissionais	Julho de 2018	2.2	1.9	1.6	1.7	1.7	1.7
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Julho/abril de 2018	2.2	1.9	1.7	1.5	1.6	1.8

Fontes: Previsões económicas intercalares do verão de 2018, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook* do FMI, versão atualizada de julho de 2018 para o PIB e edição de abril de 2018 para a inflação medida pelo IHPC; *Economic Outlook*, de maio de 2018, da OCDE; Previsões da Consensus Economics, de agosto de 2018, sendo o valor relativo a 2020 do crescimento do PIB retirado do inquérito às tendências da produtividade e dos salários de agosto de 2018 e o valor relativo a 2020 da inflação medida pelo IHPC retirado do inquérito às previsões de longo prazo de julho de 2018; Barómetro da Zona Euro, de agosto de 2018, da MJEconomics; e Inquérito a Analistas Profissionais, de julho de 2018, realizado pelo BCE.

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

© Banco Central Europeu, 2018

Endereço postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemanha

Telefone: +49 69 1344 0

Sítio Web: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4571 (pdf)

Número de catálogo da UE QB-CE-18-002-PT-N (pdf)