



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

O crescimento real do produto interno bruto (PIB) enfraqueceu inesperadamente no terceiro trimestre de 2018, refletindo, em parte, estrangulamentos temporários na produção por parte de fabricantes de automóveis. Embora os dados recentes tenham sido mais fracos do que o esperado, a produção de automóveis recuperou nos últimos meses e os fatores fundamentais que apoiam a expansão da área do euro, em geral, mantêm-se. Por conseguinte, projeta-se uma recuperação do crescimento no curto prazo. As perspetivas de crescimento projetadas refletem o impacto da orientação muito acomodatória da política monetária, a melhoria das condições no mercado de trabalho, balanços mais robustos e alguma redução da restritividade orçamental. A moderação do crescimento real do PIB, de 1.9% em 2018 para 1.5% em 2021, é explicada sobretudo pela crescente escassez da oferta de mão de obra em alguns países e por condições financeiras um pouco menos favoráveis ao longo do horizonte de projeção. A inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) deverá ter atingido o seu valor máximo, de 2.1%, no terceiro trimestre de 2018 e alcançar o seu valor mínimo, de 1.4%, até ao final de 2019, aumentando depois gradualmente para 1.8% em 2021. Este padrão reflete uma diminuição acentuada da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC face às atuais taxas elevadas no decurso de 2019, à medida que o impacto de fortes aumentos anteriores dos preços do petróleo se desvanece, enquanto a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares deverá aumentar, refletindo a continuação da expansão económica e uma maior restritividade das condições no mercado de trabalho.

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 21 de novembro de 2018 (ver a caixa 1). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício foi 28 de novembro de 2018.

O exercício de projeção macroeconómica atual abrange o período de 2018 a 2021. 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).

1 Economia real

A expansão económica registou um enfraquecimento no terceiro trimestre, em comparação com o primeiro semestre de 2018. O abrandamento do crescimento real do PIB de 0.4% em cada trimestre durante o primeiro semestre de 2018 para 0.2% no terceiro trimestre está, em parte, relacionado com atrasos de alguns fabricantes de automóveis em passar o novo procedimento de ensaio harmonizado a nível mundial para veículos ligeiros (*Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure – WLTP*), que os levou a reduzir acentuadamente a produção. Foi esse o caso, designadamente, na Alemanha, onde a produção de automóveis baixou de forma substancial, contribuindo, em grande medida, para uma descida do PIB real no país no terceiro trimestre de 2018. O crescimento real do PIB em outros países também registou uma descida significativa no terceiro trimestre, refletindo um abrandamento da procura interna.

Quadro 1

Projeções macroeconómicas para a área do euro¹⁾

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2018				Setembro de 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
PIB real	1.9	1.7	1.7	1.5	2.0	1.8	1.7
	[1.8 – 2.0] ²⁾	[1.1 – 2.3] ²⁾	[0.8 – 2.6] ²⁾	[0.5 – 2.5] ²⁾	[1.8 – 2.2] ²⁾	[1.0 – 2.6] ²⁾	[0.6 – 2.8] ²⁾
Consumo privado	1.4	1.7	1.6	1.4	1.5	1.7	1.6
Consumo público	1.1	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
Formação bruta de capital fixo	3.5	3.3	2.6	2.1	4.0	3.2	2.9
Exportações ³⁾	2.8	3.5	3.8	3.4	3.1	3.8	3.6
Importações ³⁾	2.7	4.2	4.2	3.6	3.5	4.5	3.9
Emprego	1.4	0.9	0.8	0.6	1.4	0.9	0.8
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	8.2	7.8	7.5	7.1	8.3	7.8	7.4
IHPC	1.8	1.6	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7
	[1.8 – 1.8] ²⁾	[1.1 – 2.1] ²⁾	[0.9 – 2.5] ²⁾	[0.9 – 2.7] ²⁾	[1.6 – 1.8] ²⁾	[1.1 – 2.3] ²⁾	[0.9 – 2.5] ²⁾
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	1.3	1.5	1.7	1.8	1.3	1.6	1.8
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	1.0	1.4	1.6	1.8	1.1	1.5	1.8
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos ⁴⁾	1.0	1.4	1.6	1.8	1.1	1.5	1.8
Custos unitários do trabalho	1.7	1.3	1.6	1.8	1.6	1.3	1.7
Remuneração por trabalhador	2.2	2.1	2.5	2.7	2.2	2.2	2.7
Produtividade do trabalho	0.5	0.8	0.9	0.9	0.6	0.9	1.0
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-0.5	-0.8	-0.7	-0.6	-0.6	-0.8	-0.5
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) ⁵⁾	-0.7	-1.0	-1.0	-1.0	-0.8	-1.0	-1.0
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	84.9	83.0	80.9	79.0	84.8	82.8	80.6
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	3.0	2.7	2.6	2.5	3.2	2.8	2.8

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*.

As projeções pressupõem que o enfraquecimento no terceiro trimestre de 2018 é, em grande medida, temporário e que o crescimento recuperará subsequentemente. O Índice de Gestores de Compras (IGC) composto do produto continuou a descer em outubro e novembro e os indicadores de confiança da Comissão Europeia também diminuíram nos últimos meses, mas permanecem acima das médias de longo prazo, apontando para um crescimento apenas moderado no quarto trimestre. Paralelamente, os dados mais recentes sobre a produção de automóveis na Alemanha realçam o caráter temporário do abrandamento, esperando-se uma nova recuperação da produção de automóveis para níveis normais nos próximos meses. De um modo geral, as projeções pressupõem que o enfraquecimento no terceiro trimestre do corrente ano é, em grande medida, temporário e que o crescimento recuperará subsequentemente. De notar que este perfil é globalmente consistente com a informação de indicadores avançados, como o EuroCOIN e o índice dos indicadores económicos avançados do Conference Board (*Conference Board Leading Economic Index*).

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. A concessão de crédito ao setor privado continua a aumentar, sendo generalizada nos vários países da área do euro e impelida por taxas de juro ainda baixas – embora um pouco mais altas – e pelas condições de financiamento bancário favoráveis tanto para as famílias como para as sociedades não financeiras. A menor necessidade de desalavancagem entre setores contribuirá igualmente para o dinamismo da despesa privada. Espera-se que o impacto de uma menor restritividade da política orçamental no conjunto da área do euro seja ligeiramente expansionista. 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 real. Paralelamente, o investimento empresarial continuará a expandir-se num contexto de aumento dos lucros, de elevada utilização da capacidade produtiva e de provável investimento no sentido de poupar mão de obra relacionado com a crescente escassez de mão de obra. 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 registre um ligeiro abrandamento no horizonte de projeção, com o desaparecimento progressivo de alguns fatores favoráveis. Em comparação com o crescimento robusto do comércio mundial observado em 2017 e no início de 2018, espera-se que o apoio da procura externa seja mais fraco e que as condições financeiras sejam um pouco menos favoráveis durante o horizonte de projeção. O crescimento do emprego deverá abrandar de forma substancial no horizonte de projeção, sobretudo em resultado do impacto cada vez maior da escassez de oferta de mão de obra em alguns países. Projeta-se que o crescimento do investimento empresarial registre um enfraquecimento num contexto de crescimento da procura global mais baixo, maior restritividade das condições de financiamento, cessação dos incentivos fiscais e mudanças estruturais, tais como fatores demográficos adversos. O crescimento do

investimento em habitação será também negativamente afetado por fatores demográficos.

O crescimento do rendimento disponível real deverá fortalecer-se em 2019, em resultado de transferências orçamentais mais elevadas, antes de enfraquecer em 2020 e subseqüentemente.

Projeta-se que o contributo dos salários e vencimentos brutos para o crescimento do rendimento disponível nominal diminua ligeiramente em 2019, devido ao impacto do crescimento mais fraco do emprego. O contributo dos salários e vencimentos brutos deverá permanecer globalmente inalterado após 2019, visto que o esperado aumento do crescimento dos salários nominais compensará o novo abrandamento do crescimento do emprego. De acordo com as projeções, os rendimentos não relacionados com o trabalho deverão registar um crescimento mais moderado em 2019, ganhando depois maior dinamismo no resto do horizonte de projeção, em consonância com os lucros. Refletindo uma mistura de cortes na tributação direta e transferências crescentes para as famílias, o contributo das transferências orçamentais líquidas deverá passar a ser positivo em 2019, pela primeira vez desde 2010, nos países da área do euro de grande dimensão. Espera-se que esse contributo se torne globalmente neutro em 2020 e ligeiramente restritivo em 2021, no contexto de transferências mais baixas para as famílias e do aumento gradual da tributação direta. De um modo geral, espera-se que o crescimento do rendimento disponível real se reforce em 2019, mas enfraqueça em 2020 e 2021, sendo acentuado pelo aumento projetado da inflação dos preços no consumidor. Além disso, espera-se que a composição do crescimento do rendimento disponível real passe a ser menos favorável à despesa das famílias, com o rendimento disponível a ser impulsionado mais pelos salários do que pelo emprego e considerando que o consumo normalmente reage de uma forma um pouco mais forte a alterações ao nível do emprego.

Projeta-se que o dinamismo do consumo privado aumente ligeiramente no curto prazo. No terceiro trimestre de 2018, o consumo privado deverá ter sido atenuado por estrangulamentos substanciais na produção de automóveis, que implicaram atrasos na entrega. A confiança ainda favorável dos consumidores, as esperadas novas melhorias das condições no mercado de trabalho e o aumento dos salários reais por trabalhador sugerem um crescimento mais forte do consumo nos próximos trimestres, acentuado por um efeito positivo da menor restritividade orçamental em certos países.

O crescimento do consumo privado deverá ser apoiado por condições de financiamento bancário favoráveis, reforçadas pelas medidas de política monetária do BCE, e pelos progressos alcançados em termos de desalavancagem. Projeta-se que as taxas ativas bancárias aumentem de forma moderada ao longo do horizonte de projeção. Contudo, o impacto da subida das taxas ativas bancárias nos pagamentos de juros brutos deverá ser limitado, devido ao prazo de vencimento longo da dívida das famílias e à percentagem relativamente baixa de dívida de taxa variável no balanço das famílias. Não obstante esta subida, espera-se que os pagamentos de juros brutos permaneçam em níveis baixos e, conseqüentemente, continuem a apoiar o consumo privado. Além disso, projeta-se que o património líquido real continue a aumentar, embora a um ritmo um pouco

mais lento do que em anos anteriores. A par dos progressos alcançados em termos de desalavancagem, a subida do património líquido real deverá também apoiar o consumo, ainda que o endividamento bruto das famílias se mantenha nos níveis prevaletentes antes da crise financeira mundial.

Espera-se que o rácio de poupança das famílias aumente de forma gradual para níveis historicamente mais normais ao longo do horizonte de projeção.

Esta normalização reflete a expansão cíclica em curso e a alteração da composição do crescimento do rendimento. Além disso, espera-se que as famílias aumentem a poupança em resposta aos cortes nos impostos diretos e a um aumento temporário das transferências públicas.

Caixa 1

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

Em comparação com as projeções de setembro de 2018, os pressupostos técnicos incluem uma taxa de câmbio efetiva do euro mais fraca, preços do petróleo mais baixos em dólares dos Estados Unidos e taxas de juro de longo prazo ligeiramente mais altas. 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 21 de novembro de 2018. As taxas de curto prazo referem-se à EURIBOR a três meses, sendo as expectativas do mercado determinadas a partir das taxas dos contratos de futuros. Seguindo esta metodologia, obtém-se para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de -0.3% em 2019, de 0.0% em 2020 e de 0.3% em 2021. 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 1.4% em 2019, 1.7% em 2020 e 1.9% em 2021². Em comparação com as projeções de setembro de 2018, as expectativas do mercado em relação às taxas de juro de curto prazo foram objeto de uma revisão em baixa de 4 pontos base para 2019 e 2020, ao passo que as taxas de juro de longo prazo foram revistas em alta em 13 pontos base para 2019 e 15 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 novembro de 2018, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent diminua de USD 71.8 em 2018 para USD 67.5 em 2019 e que desça novamente para USD 65.9 em 2021. Esta trajetória implica que, em comparação com as projeções de setembro de 2018, os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos são 0.4% mais elevados em 2018, 5.8% mais baixos em 2019 e 3.2% mais baixos 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 sejam ligeiramente mais baixos em 2019 do que em 2018 e que subam no resto do horizonte de projeção³.

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 novembro 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 no período de 2019 a 2021, ou seja, globalmente inalterada face às projeções de setembro de 2018. A taxa de câmbio efetiva do euro (face a 38 parceiros comerciais) é 0.5% mais fraca do que o pressuposto nas projeções de setembro de 2018.

Pressupostos técnicos

	Dezembro de 2018				Setembro de 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	-0.3	-0.3	0.0	0.3	-0.3	-0.2	0.0
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	1.1	1.4	1.7	1.9	1.1	1.3	1.6
Preço do petróleo (USD/barril)	71.8	67.5	66.8	65.9	71.5	71.7	69.0
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	3.0	-1.4	4.4	4.3	1.9	-2.6	4.2
Taxa de câmbio USD/EUR	1.18	1.14	1.14	1.14	1.18	1.14	1.14
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem)	5.2	0.0	0.0	0.0	5.1	0.6	0.0

A expansão do investimento residencial deverá prosseguir, ainda que a um ritmo mais moderado. O crescimento do investimento em habitação parece ter atingido o seu nível máximo em inícios de 2018 e perdido dinamismo nos trimestres subsequentes. Este enfraquecimento, comparado com a expansão do mercado da habitação em 2016 e 2017, reflete sobretudo o impacto de restrições crescentes do lado da oferta – em particular, escassez de mão de obra – em alguns países. As principais condições para novos aumentos do investimento residencial mantêm-se ao longo do horizonte de projeção, com os inquiridos a indicarem que um número cada vez maior de famílias planeia comprar ou construir casa nos próximos dois anos ou proceder a obras de beneficiação. No entanto, em consonância com o esperado abrandamento gradual do ritmo de crescimento do rendimento disponível real e como as condições de financiamento deverão tornar-se ligeiramente mais restritivas, espera-se que o dinamismo desta expansão abrande. A moderação poderá também ocorrer devido às crescentes restrições, de carácter vinculativo, da capacidade produtiva no setor da construção e às tendências demográficas adversas em alguns países.

O investimento empresarial deverá continuar a recuperar no decurso do horizonte de projeção, embora a um ritmo progressivamente decrescente

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

a partir de 2019. Estima-se que o investimento empresarial tenha registado uma rápida expansão em 2018, tendo a sua parcela no PIB real da área do euro aumentado para os níveis máximos anteriores à crise. Numa análise prospetiva, para além das perspetivas, em geral, favoráveis em termos de procura, espera-se que diversos fatores continuem a apoiar o investimento empresarial: a confiança das empresas, embora um pouco mais fraca do que em princípios de 2018, permanece acima dos níveis médios, apoiada por expectativas favoráveis quanto à produção e pelas carteiras de encomendas; a utilização da capacidade produtiva mantém-se bastante acima da sua média de longo prazo e uma grande percentagem de empresas da indústria transformadora reporta a falta de equipamento como um fator que limita a produção; as condições de financiamento deverão continuar a ser favoráveis, não obstante o aumento gradual da restritividade ao longo do horizonte de projeção; os lucros deverão subir, 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. Além disso, o rácio de alavancagem das sociedades não financeiras diminuiu nos últimos anos, impulsionado por uma recuperação dos preços das ações, pela continuação da acumulação de ativos e pelo crescimento moderado do financiamento por dívida, apesar de o endividamento bruto consolidado ainda se situar acima dos níveis registados antes da crise. A perda gradual de dinamismo do investimento empresarial durante o horizonte de projeção reflete a desaceleração geral da procura interna e externa, bem como aumentos das taxas ativas dos empréstimos a sociedades não financeiras. Acresce que a esperada cessação dos incentivos orçamentais especiais e os efeitos desfavoráveis de determinadas mudanças estruturais (tais como fatores demográficos adversos) deverão pesar sobre o investimento empresarial no médio prazo.

Caixa 2

Enquadramento internacional

Embora a atividade económica mundial tenha permanecido resiliente até à data, começam a surgir sinais de um abrandamento. A economia mundial continuou a expandir-se a um ritmo constante no segundo trimestre de 2018, com os resultados para o crescimento no terceiro trimestre nos Estados Unidos e no Reino Unido ainda a indicarem uma atividade resiliente, não obstante uma contração do produto no Japão, que reflete, em grande medida, fatores temporários relacionados com catástrofes naturais. No que respeita às economias emergentes, a atividade manteve-se na China, ao passo que a estabilização do sentimento e a associada apreciação da lira turca apontam para uma contração na Turquia um pouco menos pronunciada do que o previamente esperado.

No curto prazo, o dinamismo cíclico mundial deverá apoiar a atividade mundial.

As economias avançadas continuam a beneficiar de políticas monetárias acomodáticas e do estímulo orçamental considerável nos Estados Unidos. O anterior aumento dos preços do petróleo também ajudou a estabilizar o investimento em muitas economias exportadoras de petróleo. Verificou-se, contudo, uma escalada das tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China e a incerteza acerca das relações comerciais futuras permanece elevada, pesando sobre a atividade mundial. Os receios quanto ao comércio mundial, a normalização gradual das políticas monetárias

nas economias avançadas e as incertezas em termos de políticas levaram a uma maior restritividade das condições financeiras nos meses de verão, em particular em algumas economias emergentes. Apesar de os riscos a nível mundial terem aparentemente estabilizado nos últimos tempos, os investidores financeiros continuam a discriminar as economias emergentes que apresentam desequilíbrios significativos, necessidades de financiamento externo elevadas e restrições em termos de margem para políticas.

Numa análise a mais longo prazo, projeta-se que o crescimento mundial permaneça constante. Por um lado, tal reflete o projetado abrandamento cíclico nas economias avançadas e a transição da China para uma trajetória de crescimento mais reduzido. Os desvios negativos do produto já foram eliminados ou estão a sê-lo na maioria das economias avançadas e o apoio em termos de políticas diminuirá gradualmente. Além disso, embora se pressuponha que as atuais relações comerciais entre o Reino Unido e os 27 Estados-Membros da União Europeia serão mantidas até ao final de 2020, a pressuposta transição para um novo relacionamento comercial a partir de 2021 reduzirá um pouco o crescimento do Reino Unido. Por outro lado, as perspetivas mundiais quanto à atividade também refletem a projetada recuperação da atividade em diversas economias emergentes ao longo do horizonte de projeção, em especial nas que foram afetadas negativamente pela recente turbulência nos mercados financeiros. De um modo geral, projeta-se que o crescimento mundial (excluindo a área do euro) se situe em 3.8% em 2018 e diminua para 3.6% em 2021.

Em comparação com as projeções de setembro de 2018, o crescimento do PIB mundial foi revisto em baixa. Tais revisões em sentido descendente espelham as perspetivas mais fracas para as economias emergentes, enquanto as perspetivas para a atividade nas economias avançadas permanecem globalmente inalteradas.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2018				Setembro de 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.8	3.5	3.6	3.6	3.9	3.7	3.7
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	5.1	3.5	3.6	3.6	4.6	3.9	3.8
Procura externa da área do euro ²⁾	4.3	3.1	3.5	3.4	4.1	3.6	3.6

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

De acordo com as projeções, o dinamismo do comércio mundial deverá abrandar em 2019, com o amadurecimento do ciclo económico mundial e novas tarifas a pesarem sobre o comércio, em especial nos Estados Unidos e na China. No médio prazo, as projeções para o comércio estão ancoradas na visão de que as importações mundiais apresentarão um crescimento, em geral, em consonância com a atividade mundial. Em termos gerais, espera-se que a procura externa da área do euro registe uma expansão de 4.3% em 2018, abrandando para 3.4% até 2021. Em comparação com as projeções de setembro de 2018, a procura externa da área do euro foi revista em alta no que respeita a 2018, devido ao dinamismo mais forte observado no primeiro semestre de 2018. As revisões em sentido descendente no que toca a 2019 e 2020 refletem, em parte, o impacto mecânico das tarifas bilaterais mais elevadas nos Estados Unidos e na China e, em menor grau, uma atividade mundial ligeiramente mais fraca.

Projeta-se que as exportações extra-área do euro ultrapassem a procura externa no curto prazo e, posteriormente, registem um crescimento consentâneo.

Espera-se que as exportações extra-área do euro apresentem um crescimento um pouco mais rápido do que a procura externa em 2019, implicando alguns ganhos de quota de mercado no curto prazo, devido à melhoria da competitividade de preços nos vários países da área do euro (no contexto de subidas dos preços das exportações mais lentas do que as dos concorrentes). No médio prazo, as exportações extra-área do euro deverão exibir um crescimento em consonância com a procura externa. As importações extra-área do euro deverão beneficiar da evolução positiva da procura e, nos próximos trimestres, do euro mais forte. O contributo do comércio líquido para o crescimento económico deverá ser globalmente neutro durante o horizonte de projeção, após um pequeno contributo positivo em 2018.

Relativamente ao crescimento do emprego, projeta-se que diminua com o abrandamento da atividade e espera-se que a escassez de mão de obra tenha um impacto cada vez maior em alguns países.

O crescimento do número de empregados abrandou no terceiro trimestre de 2018, após taxas de crescimento trimestral de 0.4% no primeiro semestre do ano, refletindo a desaceleração da atividade desde o início de 2018. Inquéritos prospetivos sugerem uma continuação do crescimento do emprego no curto prazo, ainda que este seja atenuado em 2019 por cortes no emprego no setor público, pela esperada introdução de um regime de reforma antecipada e pelos esperados despedimentos na sequência de aumentos do salário mínimo em alguns países. Na essência, projeta-se que o crescimento do emprego perca algum dinamismo durante o horizonte de projeção, principalmente em conformidade com o abrandamento da atividade.

Segundo as projeções, a população ativa deverá registar uma expansão, ainda que a um ritmo cada vez mais moderado ao longo do horizonte de projeção.

Tal reflete a projetada imigração líquida de trabalhadores, a esperada integração de refugiados e as subidas em curso das taxas de participação no mercado de trabalho. Não obstante, projeta-se que o impacto destes fatores se desvança no decurso do horizonte de projeção, esperando-se um aumento do impacto adverso do envelhecimento da população, dado que as 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 7.1% em

2021. Esta desceu para 8.1% no terceiro 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.

Refletindo o seu padrão cíclico, a produtividade do trabalho deverá registar uma recuperação no decurso do horizonte de projeção.

Na sequência do seu forte dinamismo em 2017, a produtividade do trabalho estagnou em termos trimestrais em cadeia nos três primeiros trimestres de 2018, espelhando o enfraquecimento inesperado da atividade. Numa análise prospetiva, o suprarreferido abrandamento do crescimento do emprego, a cada vez maior utilização de capital num contexto de diminuição da margem disponível na economia, um 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 durante o horizonte de projeção, embora para uma taxa ligeiramente inferior à média de 1.0% registada antes da crise.

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

Tal reflete os resultados mais baixos no primeiro trimestre de 2018 e a associada menor repercussão em 2019. Ao mesmo tempo, tanto para 2019 como 2020, não obstante as taxas ativas de longo prazo ligeiramente mais elevadas, os preços mais baixos das ações e o menor crescimento da procura externa atenuem a atividade, espera-se que estes efeitos sejam, em geral, compensados pelo impacto favorável de preços do petróleo mais reduzidos, pela taxa de câmbio efetiva do euro mais fraca e por alguma redução suplementar da restritividade orçamental.

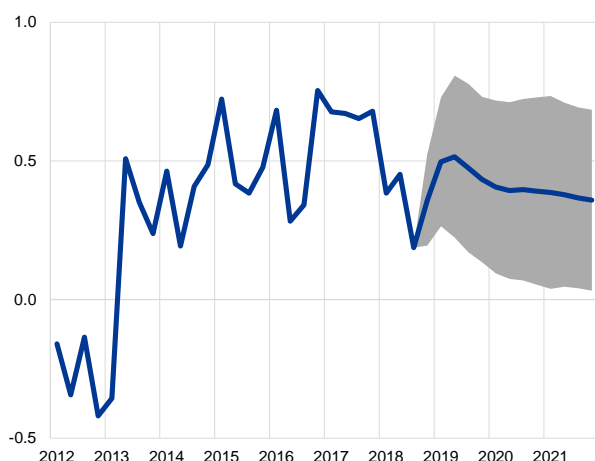
Gráfico 1

Projeções macroeconómicas¹⁾

(dados trimestrais)

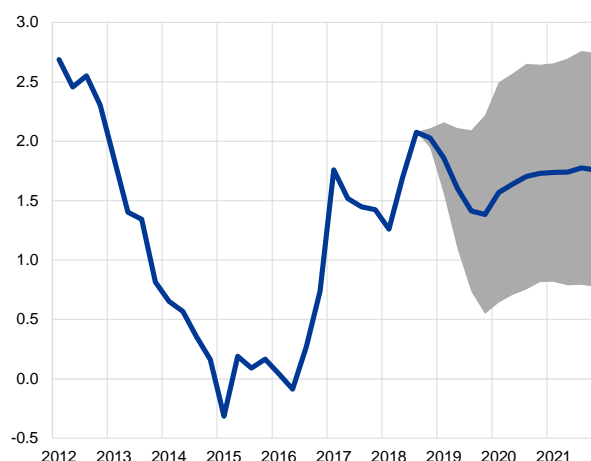
PIB real da área do euro²⁾

(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: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>.

2) Dados corrigidos de dias úteis.

2

Preços e custos

A inflação medida pelo IHPC deverá ter atingido o nível máximo no terceiro trimestre de 2018 e diminuir até ao final de 2019, registando depois um fortalecimento gradual durante o resto do horizonte de projeção. Espera-se que as atuais taxas de inflação elevadas da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC, relacionadas com o anterior aumento forte dos preços do petróleo, desçam significativamente no decurso do horizonte de projeção, considerando a ligeira inclinação em sentido descendente da curva de preços dos

futuros do petróleo. Considera-se que a inflação da componente de preços dos produtos alimentares do IHPC deverá ser relativamente horizontal ao longo do horizonte de projeção, situando-se, em média, em 1.9%. Projeta-se que as pressões subjacentes sobre os preços registem uma subida gradual, em resultado da melhor posição cíclica da economia e do aumento associado do crescimento dos salários. Mais especificamente, espera-se que as crescentes restrições da oferta de mão de obra em alguns países conduzam a uma subida do crescimento salarial. Espera-se que uma ligeira nova pressão em sentido ascendente sobre a inflação subjacente advenha, entre outros fatores, 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. Em termos gerais, projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares aumente para 1.8% em 2021.

Prevê-se que o crescimento dos salários registe uma subida notória no horizonte de projeção, à medida que os mercados de trabalho continuam a tornar-se mais restritivos e que os fatores que atenuaram o crescimento dos salários em alguns países nos últimos anos se desvanecem. Projeta-se que o crescimento da remuneração por trabalhador aumente significativamente, de 2.2% em 2018 para 2.7% em 2021⁴. 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. Em conformidade com a posição cíclica da economia, espera-se que o reforço do crescimento da remuneração por trabalhador seja apoiado por um crescimento mais firme dos salários negociados. Para além do dinamismo cíclico, a recente subida significativa da inflação global deverá contribuir para o aumento do crescimento salarial nos países da área do euro onde os processos de formação dos salários incluem elementos retrospectivos. 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, tendo alguns países introduzido aumentos dos salários mínimos que podem repercutir-se na distribuição salarial.

Em termos de margens de lucro, considera-se que irão evoluir de forma mais favorável ao longo do horizonte de projeção do que em 2018. A evolução mais fraca das margens de lucro em 2018 espelha, em particular, a deterioração recente dos termos de troca, mas também alguma perda de dinamismo cíclico.

⁴ Um abrandamento temporário do crescimento da remuneração por trabalhador em 2019 reflete a aplicação de uma medida orçamental em França, nomeadamente a conversão do crédito fiscal para a competitividade e o emprego (*Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE) num corte permanente das contribuições dos empregadores para a segurança social. Como a diminuição do crescimento da remuneração por trabalhador e dos custos unitários do trabalho é, em grande medida, compensada por um aumento correspondente das margens de lucro, espera-se que o impacto na fixação dos preços seja limitado.

As perspectivas mais favoráveis para as margens de lucro após 2018 refletem a esperada evolução positiva do poder de fixação de preços das empresas.

As pressões externas sobre os preços deverão permanecer positivas, mas registrar uma ligeira moderação no horizonte de projeção. Considera-se que a taxa de crescimento anual do deflator das importações registrará uma moderação depois de 2018. Tal reflete alguns efeitos atenuadores da trajetória ligeiramente descendente dos preços do petróleo implícitos nos pressupostos, embora se pressuponha que os preços das matérias-primas não petrolíferas e as pressões sobre os preços subjacentes a nível mundial subirão ao longo do horizonte de projeção.

Em comparação com as projeções de setembro de 2018, a projeção para a inflação medida pelo IHPC foi revista em baixa no que respeita a 2019.

A trajetória da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares é ligeiramente mais baixa, à luz de perspectivas salariais e de crescimento um pouco mais fracas. No caso da inflação medida pelo IHPC global, a revisão da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares é agravada por revisões em sentido descendente da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC para 2019, mas compensada por revisões em alta da mesma componente no tocante a 2020. Estas revisões da componente de preços dos produtos energéticos seguem, em geral, as alterações dos pressupostos quanto aos preços do petróleo, que foram revistos em baixa no curto prazo, mas apresentam agora uma trajetória descendente mais moderada 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 menos restritiva em 2019 e 2020 e de novo neutra em 2021. A orientação da política orçamental é medida como a variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Em 2019, o principal contributo para a menor restritividade da orientação orçamental advém dos cortes nos impostos diretos e nas contribuições para a segurança social, mas também das transferências mais elevadas em alguns países. Em 2020, os cortes adicionais nos impostos diretos e nas contribuições para a segurança social, assim como o crescimento ainda bastante forte da despesa em alguns países, contribuem para esta redução da restritividade, embora em menor grau do que em 2019.

Após uma melhoria do saldo orçamental da área do euro em 2018, projeta-se que este se deteriore um pouco no período de 2019 a 2021, enquanto o rácio da dívida permanecerá numa trajetória descendente. O alargamento do défice das administrações públicas deve-se a uma deterioração do saldo primário corrigido do ciclo. Tal é, em parte, compensado por uma ligeira diminuição das despesas com juros, em resultado da substituição de dívida antiga de custo elevado por dívida nova a taxas de juro mais baixas, devendo a componente cíclica manter-se globalmente inalterada. A trajetória descendente do rácio da dívida pública em

relação ao PIB é apoiada por saldos primários positivos e por um diferencial favorável entre taxa de juro e taxa de crescimento. Em comparação com as projeções de setembro de 2018, as perspetivas para o défice deterioraram-se em consequência de um saldo primário menos favorável, ao passo que o rácio da dívida em relação ao PIB foi revisto ligeiramente em sentido ascendente, devido aos saldos primários mais baixos e a uma revisão em alta de dados históricos.

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) Trajetórias alternativas dos preços do petróleo

Esta análise de sensibilidade tem por objetivo avaliar as implicações das trajetórias alternativas dos preços 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 ligeiramente descendente dos preços do petróleo, com o preço do petróleo bruto Brent a situar-se em cerca de USD 66 por barril no final de 2021. São analisadas duas trajetórias alternativas dos preços do petróleo. A primeira trajetória foi calculada a partir do percentil 25 mais baixo da distribuição obtida através das densidades implícitas extraídas das opções no que respeita ao preço do petróleo em 21 de novembro de 2018. Esta trajetória comporta uma diminuição gradual do preço do petróleo para USD 48.8 por barril em 2021, valor que é 25.9% mais baixo do que o pressuposto na projeção de referência para esse ano. Utilizando a média dos resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados pelos especialistas, esta trajetória teria algum impacto ascendente no crescimento real do PIB, ao passo que a inflação medida pelo IHPC seria mais baixa 0.5 pontos percentuais em 2019, 0.4 pontos percentuais em 2020 e 0.2 pontos percentuais em 2021. A segunda trajetória foi calculada a partir do percentil 25 mais alto da mesma distribuição e implica um aumento dos preços do petróleo para cerca de USD 83 por barril em 2021, valor que é 25.9% superior ao pressuposto na projeção de referência para este ano. Esta trajetória comportaria uma subida mais rápida da inflação medida pelo IHPC, a qual seria mais elevada 0.5 pontos percentuais em 2019, 0.4 pontos percentuais em 2020 e 0.2 pontos percentuais em 2021, ao passo que o crescimento real do PIB seria um pouco mais baixo no período de 2019 a 2021.

2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

Esta análise de sensibilidade investiga os efeitos de um fortalecimento da taxa de câmbio do euro. 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 novembro 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 1.34 por euro em 2021, valor que é 18.5% 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 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 macroeconômicos elaborados pelos especialistas aponta para um crescimento real do PIB mais baixo 0.3 pontos percentuais em 2019, 0.6 pontos percentuais em 2020 e 0.2 pontos percentuais em 2021. A inflação medida pelo IHPC seria 0.3 pontos percentuais mais baixa em 2019 e 0.6 a 0.7 pontos percentuais mais baixa em 2020 e 2021.

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 macroeconômicas elaboradas por especialistas do Eurosistema, visto que foram concluídas em momentos distintos. Além disso, utilizam métodos diferentes (parcialmente não especificados) de cálculo dos pressupostos relativos às variáveis orçamentais, financeiras e externas, incluindo preços do petróleo e de outras matérias-primas. Por último, existem diferenças nos métodos de correção de dias úteis utilizados nas diversas previsões (ver o quadro).

Como assinalado no quadro, os valores avançados nas projeções atualmente disponíveis de outras instituições indicam que o crescimento real do PIB e a inflação medida pelo IHPC estão, em grande medida, 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	2021	2018	2019	2020	2021
Projeções do Eurosistema	Dezembro de 2018	1.9	1.7	1.7	1.5	1.8	1.6	1.7	1.8
		[1.8 – 2.0]	[1.1 – 2.3]	[0.8 – 2.6]	[0.5 – 2.5]	[1.8 – 1.8]	[1.1 – 2.1]	[0.9 – 2.5]	[0.9 – 2.7]
Comissão Europeia	Novembro de 2018	2.1	1.9	1.7	–	1.8	1.8	1.6	–
Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Novembro de 2018	1.9	1.8	1.6	–	1.8	1.9	1.9	–
Barómetro da Zona Euro	Novembro de 2018	2.0	1.7	1.6	1.4	1.8	1.7	1.7	1.7
Previsões da Consensus Economics	Novembro de 2018	2.0	1.7	1.4	1.4	1.8	1.7	1.7	1.8
Inquérito a Analistas Profissionais	Outubro de 2018	2.0	1.8	1.6	–	1.7	1.7	1.7	–
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Outubro de 2018	2.0	1.9	1.7	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9

Fontes: Previsões Económicas do outono de 2018, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook*, de outubro de 2018, do FMI; *Economic Outlook*, de novembro de 2018, da OCDE; Previsões da Consensus Economics, de novembro de 2018, sendo os valores relativos a 2020 e a 2021 retirados do inquérito sobre as previsões de longo prazo de outubro de 2018; Barómetro da Zona Euro, de novembro de 2018, da MJEconomics, sendo os valores relativos a 2020 e a 2021 retirados do inquérito sobre as previsões de longo prazo de outubro de 2018; e Inquérito a Analistas Profissionais, de outubro de 2018, realizado pelo BCE.

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

© Banco Central Europeu, 2018

Endereço postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemanha

Telefone: +49 69 1344 0

Sítio Web: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4792 (pdf)

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