

# Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2016<sup>1</sup>

*A retoma na área do euro deverá prosseguir, globalmente em consonância com as projeções de setembro de 2016. De acordo com as projeções, a esperada recuperação económica mundial e a procura interna resiliente – apoiadas pela orientação muito acomodatória da política monetária, por progressos anteriores em termos de desalavancagem nos diversos setores e pela melhoria continuada do mercado de trabalho – deverão sustentar a retoma durante o horizonte de projeção. Em termos anuais, o PIB real deverá apresentar uma taxa de crescimento de 1.7% em 2016 e 2017 e de 1.6% em 2018 e 2019.*

*Espera-se que a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) suba significativamente, passando de 0.2% em 2016 para 1.3% em 2017, 1.5% em 2018 e 1.7% em 2019, impulsionada, sobretudo no curto prazo, pela inflexão dos preços do petróleo. Além disso, com a diminuição gradual da margem disponível no mercado de trabalho, os aumentos a nível do crescimento dos salários e dos custos unitários do trabalho também deverão reforçar a inflação medida pelo IHPC ao longo do horizonte de projeção.*

## 1 Economia real

**O PIB real aumentou 0.3% no terceiro trimestre de 2016, apoiado pela procura interna.** Os dados disponíveis para o terceiro trimestre sugerem que o consumo privado e a formação de capital fixo contribuíram positivamente para a atividade económica, ao passo que as exportações registaram um crescimento inferior ao das importações, sendo, assim, negativo o contributo do comércio líquido. As condições no mercado de trabalho continuaram a melhorar em meses recentes, com o crescimento do emprego a surpreender do lado ascendente e uma descida das taxas de desemprego maior do que o esperado. A confiança continuou a melhorar

<sup>1</sup> 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. 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 17 de novembro de 2016 (ver a caixa 2). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício foi 24 de novembro de 2016. O exercício de projeção macroeconómica atual abrange o período de 2016 a 2019. Projeções para um período 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 do *Boletim Mensal do BCE*, disponível apenas em língua inglesa.

entre os diferentes setores e países, sugerindo um crescimento resiliente no curto prazo.

**No horizonte de projeção, o PIB real deverá apresentar uma taxa de crescimento de 1.7% em 2016 e 2017 e de 1.6% em 2018 e 2019.** A procura interna resiliente deverá continuar a ser o pilar do crescimento real do PIB, apoiada pela orientação muito acomodaticia da política monetária do BCE. Projeta-se que as exportações ganhem progressivamente dinamismo, em virtude da esperada retoma mundial gradual, que resultará numa melhoria progressiva do contributo do comércio líquido ao longo do horizonte de projeção.

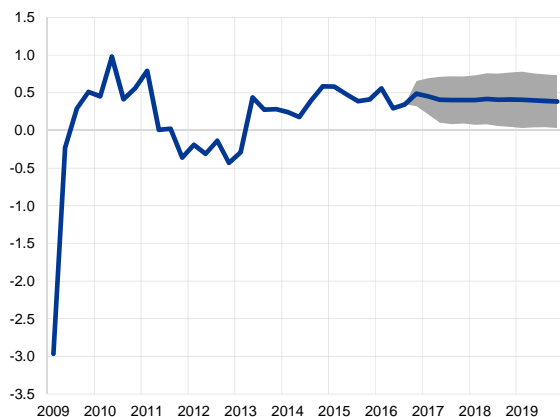
## Gráfico 1

### Projeções macroeconómicas<sup>1)</sup>

(dados trimestrais)

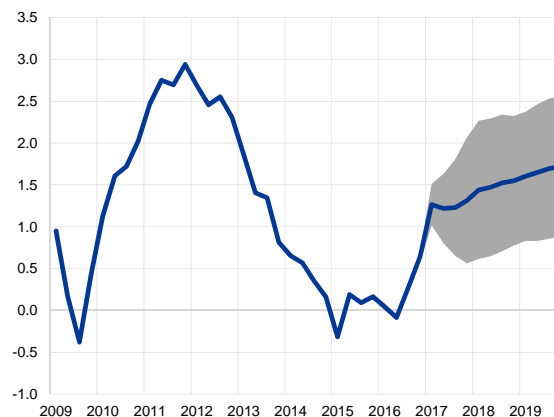
#### PIB real da área do euro<sup>2)</sup>

(variação em termos trimestrais em cadeia, em percentagem)



#### IHPC da área do euro

(variação anual, 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 largura dos intervalos é o dobro do valor absoluto médio destas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excecionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE (*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*), publicado em dezembro de 2009 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE.

2) Dados corrigidos de dias úteis.

**Projeta-se que a despesa de consumo privado mantenha, em geral, o seu dinamismo durante o horizonte de projeção.** A confiança dos consumidores melhorou novamente em meses recentes, em resultado da melhoria das expectativas económicas gerais e de expectativas financeiras individuais mais favoráveis.

**As perspetivas de médio prazo para o crescimento do rendimento disponível nominal permanecem positivas.** Segundo as projeções, o contributo dos ordenados e salários brutos deverá aumentar ao longo do período de projeção, à medida que o crescimento mais fraco do emprego for mais do que compensado por uma aceleração mais forte da remuneração por trabalhador. Projeta-se que o crescimento de outros rendimentos pessoais registe um fortalecimento, acompanhando, de um modo geral, o perfil das margens de lucro, ao passo que o contributo das transferências orçamentais líquidas deverá ser ligeiramente negativo. Ao mesmo tempo, espera-se que o crescimento do rendimento disponível real desacelere em 2017, devido à recuperação da inflação dos preços no consumidor, e que, subsequentemente, mantenha o dinamismo.

**A melhoria das condições de financiamento bancário, reforçada pelas medidas de política monetária do BCE, deverá apoiar o crescimento do consumo privado.** Embora tenham afetado as receitas de juros e os pagamentos de juros das famílias, as taxas de juro baixas tendem a redistribuir recursos de aforradores líquidos para mutuários líquidos. Dado que, em regra, os mutuários líquidos têm maior propensão marginal para consumir, esta redistribuição deverá também reforçar o consumo privado agregado. Além disso, os progressos alcançados na desalavancagem e o projetado aumento do património líquido das famílias, refletindo novas subidas dos preços da habitação, deverão também apoiar o consumo. De um modo geral, projeta-se que o crescimento anual do consumo privado registe uma desaceleração modesta, passando de 1.7% em 2016 para 1.5% em 2017 e 2018, e 1.4% em 2019.

**O rácio de poupança deverá descer até meados de 2017 e permanecer depois horizontal.** Estima-se que tenha aumentado desde meados de 2015, muito provavelmente porque as famílias pouparam parte dos rendimentos excecionais relacionados com os preços do petróleo. Este efeito deverá ser temporário, projetando-se que a sua anulação implique uma descida do rácio de poupança no decurso de 2017. De acordo com as projeções, o rácio de poupança deverá, então, permanecer horizontal no resto do horizonte de projeção: a diminuição do desemprego, a melhoria das condições de concessão de crédito e as taxas de juro baixas tenderiam a reduzir o rácio de poupança em alguns países, enquanto a continuação das necessidades de desalavancagem da dívida e o alisamento do consumo pró-cíclico o aumentariam.

## Caixa 1

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

---

**Em comparação com as projeções de setembro, as alterações em termos de pressupostos técnicos incluem taxas de juro mais elevadas, preços do petróleo denominados em dólares dos Estados Unidos mais altos e uma pequena apreciação da taxa de câmbio efetiva do euro.** 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 17 de novembro de 2016. 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 2016 e 2017, -0.2% em 2018 e 0.0% em 2019. As expectativas do mercado quanto às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos na área do euro implicam um nível médio de 0.8% em 2016, 1.2% em 2017, 1.5% em 2018 e 1.7% em 2019<sup>2</sup>. Refletindo a trajetória das taxas de juro do mercado a prazo e a transmissão gradual das variações nas taxas do mercado às taxas ativas, espera-se que as taxas ativas bancárias compósitas aplicadas aos empréstimos ao setor privado não financeiro da área do euro subam modestamente em 2017 e continuem a aumentar em 2018 e 2019. No que respeita aos preços das matérias-primas, com base na trajetória implícita nos mercados de futuros a partir da média da quinzena finda na data de fecho da informação de 17 de novembro, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent desça de USD 52.4 em 2015 para USD 43.1 em 2016, subindo depois para USD 49.3 em 2017, USD 52.6 em 2018 e USD 54.6 em 2019, sendo assim, em média, cerca de USD 2 mais alto em 2017 e 2018 do que nas projeções de setembro. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que diminuam um pouco em 2016 e subam em 2017 e posteriormente<sup>3</sup>. Em relação às taxas de câmbio bilaterais, parte-se do pressuposto de que, durante o horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevalecentes no período de duas semanas findo na data de fecho da informação de 17 de novembro. Tal implica uma taxa de câmbio média USD/EUR de 1.11 em 2016 e de 1.09 de 2017 a 2019, o que compara com 1.11 nas projeções de setembro. A taxa de câmbio efetiva do euro (face a 38 parceiros comerciais) é 0.2% mais elevada em 2016 e 0.4% mais elevada em 2017 e 2018 do que o pressuposto no exercício de projeção de setembro.

---

<sup>2</sup> 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 juro 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 por país e a média da área do euro correspondente, pressupõe-se que se mantenham constantes durante o horizonte de projeção.

<sup>3</sup> 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 respeita aos preços de outras matérias-primas não energéticas e não alimentares, pressupõe-se que sigam os futuros até ao quarto trimestre de 2017, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial.

## Pressupostos técnicos

	Dezembro de 2016				Setembro de 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	-0.3	-0.3	-0.2	0.0	-0.3	-0.4	-0.4
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	0.8	1.2	1.5	1.7	0.7	0.6	0.8
Preço do petróleo (USD/barril)	43.1	49.3	52.6	54.6	42.8	47.4	50.6
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-4.0	6.6	3.8	4.5	-3.0	5.3	4.2
Taxa de câmbio USD/EUR	1.11	1.09	1.09	1.09	1.11	1.11	1.11
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem)	3.8	0.1	0.0	0.0	3.6	-0.1	0.0

**O investimento residencial na área do euro deverá continuar a registar uma expansão.** Espera-se que a projetada aceleração do crescimento do rendimento disponível nominal, as taxas hipotecárias muito baixas e a componente reduzida de outro investimento apoiem uma retoma sustentada do investimento residencial. Estas perspetivas favoráveis para o investimento residencial são também evidenciadas pelo número crescente de licenças de construção e pelo aumento da procura de empréstimos para aquisição de habitação, num contexto de melhoria das condições de concessão de crédito bancário, nomeadamente através de uma redução das margens dos empréstimos de risco médio. Além disso, os processos de ajustamento nos mercados da habitação em alguns países chegaram, aparentemente, ao fim e os preços da habitação começaram a subir. Contudo, espera-se que o impacto atenuante, no investimento residencial, do desemprego elevado e dos níveis altos da dívida das famílias em alguns países desapareça apenas gradualmente. Em outros países, os níveis já elevados do investimento residencial em relação ao rendimento disponível e a evolução demográfica adversa atenuam o crescimento do investimento residencial.

**Espera-se que o investimento empresarial apresente um crescimento firme.** Diversos fatores deverão apoiar a evolução do investimento empresarial: a confiança das empresas continua a melhorar devido às expectativas favoráveis quanto à produção, ao aumento das carteiras de encomendas e a uma inflexão das expectativas relativas aos preços de venda; a utilização da capacidade produtiva já se encontra no seu nível mais alto desde meados de 2008; as condições de financiamento permanecem muito favoráveis, apoiadas pelas medidas de política monetária não convencionais do BCE; a procura interna deverá manter-se resiliente e a procura externa ganhar força; é necessário modernizar o *stock* de capital após vários anos de investimento fraco e as margens de lucro deverão registar um aumento, no contexto de um setor das sociedades não financeiras já caracterizado por uma liquidez elevada. Além disso, a recuperação forte dos preços das ações observada nos últimos anos e o crescimento moderado do financiamento da dívida conduziram o rácio de alavancagem (dívida em relação ao total de ativos) no setor das sociedades não financeiras para níveis próximos dos mínimos históricos. No entanto, a retoma do investimento empresarial será ainda travada pela rigidez

dos mercados do produto e por expectativas de um crescimento do produto potencial mais fraco do que anteriormente.

**Projeta-se que as exportações extra-área do euro acelerem no decurso do horizonte de projeção, globalmente em consonância com a procura externa.**

A procura externa deverá ganhar dinamismo a partir do final de 2016, com o aumento da procura de importações tanto nas economias avançadas como nas economias emergentes (em particular, na Rússia e no Brasil). Espera-se, todavia, que o crescimento fraco das importações no Reino Unido obste a uma subida mais forte da procura externa da área do euro. De um modo geral, as projetadas taxas de crescimento da procura externa permanecerão muito abaixo dos níveis anteriores à crise<sup>4</sup>. As exportações extra-área do euro deverão adquirir dinamismo a partir do último trimestre de 2016, acompanhando, em geral, o ritmo da procura externa. Quanto às importações extra-área do euro, espera-se que registem um crescimento ligeiramente mais rápido do que as exportações extra-área do euro e em conformidade com a sua elasticidade histórica em relação à procura total. O contributo do comércio líquido para o crescimento real do PIB deverá tornar-se mais favorável durante o horizonte de projeção. Espera-se que o excedente da balança corrente permaneça constante em cerca de 3.1% do PIB.

## Caixa 2

### Enquadramento internacional

---

**A atividade económica mundial deverá registar um fortalecimento ao longo do horizonte de projeção.** Dados divulgados desde o anterior exercício de projeção parecem confirmar esta avaliação para o segundo semestre do ano, sugerindo um crescimento relativamente estável nas economias avançadas e uma ligeira melhoria nas economias emergentes. Numa análise prospetiva, a atividade económica mundial deverá continuar a ganhar força, mantendo, porém, um ritmo inferior ao observado antes da crise. As perspetivas entre as economias avançadas e as economias emergentes permanecem heterogéneas. Espera-se que a continuação das políticas geralmente acomodáticas e as melhorias dos mercados de trabalho apoiem a atividade nos Estados Unidos, devendo o ritmo de expansão manter-se moderado no Japão e a incerteza acrescida pesar sobre as perspetivas de crescimento no médio prazo da economia do Reino Unido. Além disso, é provável que a atual desaceleração do crescimento na China afete negativamente as perspetivas económicas de outras economias emergentes, enquanto o abrandamento gradual das recessões profundas em alguns dos principais exportadores de matérias-primas permanece uma fonte de apoio para o crescimento mundial, em termos prospetivos.

**Espera-se também que o comércio mundial tenha adquirido algum dinamismo no segundo semestre do ano, após a fraqueza observada no primeiro semestre.** Excluindo a área do euro, as importações mundiais foram revistas ligeiramente em alta no tocante ao primeiro semestre de 2016 e os indicadores disponíveis apontam para sinais positivos no que respeita às perspetivas de curto prazo. No médio prazo, o comércio mundial deverá registar um fortalecimento, beneficiando

---

<sup>4</sup> Ver IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", Série de Documentos de Trabalho Ocasionais, n.º 178, BCE, setembro de 2016.

da retoma da atividade económica mundial. A procura externa da área do euro deverá aumentar 1.5% em 2016, 2.4% em 2017, 3.4% em 2018 e 3.6% em 2019.

## Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2016				Setembro de 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.0	3.5	3.7	3.8	3.0	3.5	3.7
Comércio mundial (excluindo a área do euro) <sup>1)</sup>	0.9	2.8	3.7	3.8	0.9	2.8	3.7
Procura externa da área do euro <sup>2)</sup>	1.5	2.4	3.4	3.6	1.6	2.6	3.5

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

Em comparação com as projeções de setembro de 2016, as perspetivas para a retoma mundial e a procura externa permanecem praticamente inalteradas.

**O desvio negativo do produto deverá ser eliminado até ao final do horizonte de projeção, refletindo um crescimento potencial apenas moderado.** Estima-se que o crescimento do produto potencial permaneça fraco durante o horizonte de projeção e que se mantenha muito abaixo da sua taxa anterior à crise, situada em cerca de 1.7%. O dinamismo modesto do produto potencial reflete principalmente um contributo bastante reduzido do capital, na sequência de um período prolongado de investimento muito fraco. Projeta-se que o contributo da mão de obra registre uma ligeira subida, espelhando a crescente população em idade ativa e a cada vez maior participação da população ativa, devido a reformas estruturais. O contributo da mão de obra permanecerá, porém, um pouco abaixo da sua média antes da crise, em virtude do envelhecimento da população. Como o crescimento efetivo deverá situar-se muito acima da trajetória moderada do produto potencial, o desvio negativo do produto diminuirá de forma constante e será eliminado até ao final do horizonte de projeção.

**As condições no mercado de trabalho da área do euro deverão continuar a melhorar ao longo do horizonte de projeção.** Projeta-se que o aumento do emprego prossiga durante o horizonte de projeção, ainda que de forma menos célere do que em trimestres recentes. No curto prazo, tal reflete principalmente uma normalização face ao desvanecimento de alguns fatores favoráveis temporários, enquanto, no resto do horizonte, espelha sobretudo o pressuposto de que a escassez da oferta de mão de obra qualificada terá um impacto maior em algumas regiões da área do euro. Esta evolução do emprego implica um aumento do crescimento da produtividade do trabalho de 0.3% em 2016 para 0.9% em 2019, refletindo um padrão pró-cíclico com uma utilização crescente tanto de capital como de mão de obra, um aumento do número de horas trabalhadas por indivíduo empregado e alguns ganhos a nível da produtividade total dos fatores. Espera-se que a taxa de desemprego desça, embora a um ritmo mais lento do que recentemente, face a um abrandamento mais forte do crescimento do emprego do que do crescimento da população ativa.

**Em comparação com as projeções de setembro de 2016, o crescimento real do PIB foi revisto ligeiramente em alta no curto prazo, permanecendo depois, em geral, inalterado.** A melhoria das perspectivas de curto prazo reflete a evolução mais favorável dos indicadores de curto prazo e as recentes surpresas positivas relacionadas com os mercados de trabalho e da habitação.

## 2 Preços e custos

**De acordo com as projeções, a inflação medida pelo IHPC aumentará significativamente, passando de 0.2% em 2016 para 1.3% em 2017 e, um pouco mais, para 1.5% em 2018 e 1.7% em 2019.** Os preços dos produtos energéticos deverão representar cerca de quatro quintos do aumento da inflação medida pelo IHPC entre 2016 e 2017. Espera-se que o desvanecimento do forte efeito atenuante de anteriores quedas dos preços do petróleo, que pesaram sobre a inflação global em 2015 e 2016, impulsionem de modo significativo a inflação global em 2017, em especial no início do ano. Subsequentemente, a menor inclinação da curva dos preços dos futuros do petróleo implica uma pequena descida da taxa de inflação desta componente do IHPC no resto do ano de 2017 e depois uma trajetória de evolução praticamente horizontal.

**Espera-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares suba gradualmente ao longo do horizonte de projeção, face à intensificação das pressões internas sobre os custos.** As melhorias em curso das condições no mercado de trabalho, refletidas na continuação do crescimento do emprego, deverão levar a uma diminuição da margem disponível no mercado de trabalho, o que deverá contribuir para um aumento notório dos salários e do crescimento dos custos unitários do trabalho até 2019. Espera-se também que as margens de lucro registem nova expansão, a par da eliminação do desvio do produto, embora a um ritmo, em geral, constante ou menor do que o recentemente observado. Além disso, o desvanecimento dos efeitos atenuantes de anteriores quedas dos preços do petróleo e os pressupostos aumentos dos preços do petróleo deverão contribuir para a subida da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares por via de efeitos indiretos. Em contrapartida, o desvanecimento dos efeitos em sentido ascendente da anterior depreciação do euro, aliado aos efeitos em sentido descendente da subsequente apreciação do euro, atenua as perspectivas para a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. Em termos gerais, a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares deverá atingir, em média, 0.9% em 2016 e subir gradualmente ao longo do horizonte, situando-se em 1.7% em 2019. Espera-se que, a partir de meados de 2017, esta seja o principal fator impulsionador do fortalecimento da inflação medida pelo IHPC.

**A esperada inflexão dos preços das importações constitui um importante fator subjacente ao projetado fortalecimento da inflação no curto prazo.** Após um período invulgarmente longo de descidas sucessivas dos preços das importações, a taxa de crescimento anual dos preços das importações deverá passar a ser



positiva em 2017. Um elemento fulcral da esperada inflexão é o pressuposto aumento dos preços das matérias-primas e, em particular, dos preços do petróleo. Fortes efeitos de base em sentido ascendente também assumem um papel significativo na inflexão da taxa de crescimento anual do deflator das importações de 2016 a 2017. O aumento gradual das pressões inflacionistas a nível mundial não relacionadas com os preços das matérias-primas, apoiado pela diminuição da capacidade produtiva disponível mundial, deverá contribuir para a intensificação das pressões externas sobre os preços na área do euro. Embora a expectativa seja de que subam, as pressões sobre os preços a nível mundial deverão permanecer moderadas, sendo atenuadas pela ainda considerável capacidade produtiva disponível, tanto nas economias avançadas como nas economias emergentes, e pelo resultante elevado grau de concorrência com países com baixos custos.

**O crescimento salarial deverá aumentar visivelmente durante o horizonte, com a diminuição da margem disponível no mercado de trabalho e o desaparecimento gradual de outros fatores que pesam sobre o crescimento dos salários.**

Projeta-se que o crescimento da remuneração por trabalhador aumente de 1.2% em 2016 para 2.4% em 2019. Os principais fatores subjacentes a esta subida assinalável são as esperadas melhorias das condições no mercado de trabalho, bem como o esperado aumento da inflação, que deverá repercutir-se na evolução dos salários, dado que os processos de negociação salarial têm uma componente retrospectiva significativa em alguns países da área do euro. Além disso, em certos países, a necessidade de moderação dos salários para recuperar competitividade de preços ou a contenção salarial latente acumulada deverão enfraquecer gradualmente ao longo do horizonte de projeção. Acresce que os efeitos atenuantes das reformas estruturais no mercado de trabalho implementadas em alguns países durante a crise poderão pesar menos sobre o crescimento dos salários à medida que a retoma cíclica progride e se generaliza. Efeitos a nível da composição deverão também desvanecer-se, em virtude de os ganhos em termos de emprego se tornarem mais generalizados e menos centrados na produtividade baixa, e, portanto, menos concentrados em setores com salários reduzidos do que em anos recentes.

**Espera-se que, beneficiando da continuação da recuperação económica, as margens de lucro continuem a registar uma expansão no decurso do horizonte de projeção, mas a um ritmo muito mais lento do que em 2015.**

As margens de lucro foram impulsionadas em 2015 pelas quedas acentuadas dos preços do petróleo, as quais, aparentemente, não foram transmitidas na totalidade aos preços no consumidor, assim como pela evolução fraca dos custos unitários de trabalho. À medida que o efeito dos preços do petróleo se for desvanecendo e o crescimento dos custos unitários do trabalho começar a subir em 2016, deverá registar-se um enfraquecimento da expansão das margens de lucro. O ritmo moderado e, em geral, inalterado do aumento das margens de lucro ao longo do resto do horizonte de projeção é coerente com a esperada retoma cíclica e com algum efeito atenuante decorrente da subida dos custos unitários do trabalho.

**Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2016, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC permanecem, em geral,**

**inalteradas.** Embora a trajetória da inflação subjacente seja ligeiramente mais fraca do que no exercício de projeção anterior, tal é mais do que compensado em 2017 pela inflação mais elevada dos preços dos produtos energéticos.

### 3 Perspetivas orçamentais

**Segundo as projeções, a orientação orçamental deverá apresentar-se expansionista em 2016 e globalmente neutra de 2017 a 2019.** A orientação da política orçamental é medida com base na variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Em 2016, a orientação orçamental expansionista é impulsionada sobretudo por medidas orçamentais discricionárias, enquanto os fatores não discricionários desempenham um papel menor e estão principalmente relacionados com uma pequena diminuição das receitas não fiscais.

**Ao longo do horizonte de projeção, projeta-se que os rácios do défice orçamental e da dívida pública exibam uma trajetória descendente.** Em 2016, os pagamentos de juros mais baixos e a melhoria da componente cíclica mais do que compensaram a deterioração do saldo primário corrigido do ciclo. Entre 2017 e 2019, uma nova diminuição dos pagamentos de juros e a melhoria da componente cíclica implicam uma nova redução do défice orçamental, ao passo que o saldo primário corrigido do ciclo permanece inalterado. A redução gradual da dívida pública no decurso do horizonte de projeção é apoiada principalmente pelo diferencial favorável entre crescimento e taxa de juro, à luz da projetada recuperação económica e das pressupostas taxas de juro baixas. O excedente primário também tem um impacto favorável na projetada trajetória da dívida.

**Em comparação com as projeções publicadas em setembro, as perspetivas orçamentais permanecem, em geral, inalteradas no que respeita ao rácio do défice, tendo o rácio da dívida sido revisto em sentido ascendente para 2017 e 2018.** A revisão em alta do rácio da dívida em relação ao PIB em 2017 e 2018 reflete sobretudo um contributo mais reduzido do diferencial entre crescimento e taxa de juro para a redução da dívida, resultante de uma revisão em baixa do PIB nominal da área do euro.

## Quadro 1

### Projeções macroeconómicas para a área do euro<sup>1)</sup>

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2016				Setembro de 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
PIB real <sup>1)</sup>	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7	1.6	1.6
	[1.6 – 1.8] <sup>2)</sup>	[1.1 – 2.3] <sup>2)</sup>	[0.6 – 2.6] <sup>2)</sup>	[0.4 – 2.8] <sup>2)</sup>	[1.5 – 1.9] <sup>2)</sup>	[0.7 – 2.5] <sup>2)</sup>	[0.4 – 2.8] <sup>2)</sup>
Consumo privado	1.7	1.5	1.5	1.4	1.7	1.6	1.5
Consumo público	2.0	1.3	1.1	1.1	1.7	0.9	1.0
Formação bruta de capital fixo	3.0	3.1	3.1	2.7	3.1	3.3	3.3
Exportações <sup>3)</sup>	2.7	3.7	3.9	4.0	2.6	3.7	4.1
Importações <sup>3)</sup>	3.3	4.1	4.3	4.1	3.3	4.4	4.7
Emprego	1.4	1.1	0.8	0.8	1.3	0.8	0.7
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	10.0	9.5	9.1	8.7	10.1	9.9	9.6
IHPC	0.2	1.3	1.5	1.7	0.2	1.2	1.6
	[0.2 – 0.2] <sup>2)</sup>	[0.8 – 1.8] <sup>2)</sup>	[0.7 – 2.3] <sup>2)</sup>	[0.9 – 2.5] <sup>2)</sup>	[0.1 – 0.3] <sup>2)</sup>	[0.6 – 1.8] <sup>2)</sup>	[0.8 – 2.4] <sup>2)</sup>
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	0.9	1.1	1.4	1.7	0.9	1.2	1.5
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	0.9	1.1	1.4	1.7	0.9	1.3	1.5
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos <sup>4)</sup>	0.8	1.1	1.4	1.7	0.9	1.2	1.5
Custos unitários de trabalho	0.8	1.0	1.3	1.5	0.8	1.0	1.3
Remuneração por trabalhador	1.2	1.7	2.1	2.4	1.2	1.8	2.2
Produtividade do trabalho	0.3	0.6	0.8	0.9	0.4	0.7	0.9
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-1.8	-1.6	-1.5	-1.2	-1.9	-1.7	-1.5
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) <sup>5)</sup>	-1.8	-1.8	-1.6	-1.4	-1.9	-1.8	-1.6
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	89.4	88.5	87.3	85.7	89.5	88.4	87.0
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	3.2	3.1	3.0	3.1	3.5	3.4	3.3

1) 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 largura dos intervalos é o dobro do valor absoluto médio destas 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 os Documentos de trabalho n.º 77, de setembro de 2001, e n.º 579, de janeiro de 2007, da Série de Documentos de Trabalho do BCE). A projeção do saldo estrutural não é obtida a partir de uma medida agregada do desvio do produto. De acordo com a metodologia do SEBC, as componentes cíclicas são calculadas separadamente para as diferentes rubricas da receita e da despesa. Para mais pormenores, ver a caixa intitulada "Ajustamento cíclico do saldo orçamental público", na edição de março de 2012 do *Boletim Mensal do BCE*, e a caixa intitulada "O saldo estrutural como indicador da posição orçamental subjacente", na edição de setembro de 2014 do *Boletim Mensal do BCE*.

### Caixa 3

#### Análises de sensibilidade e de cenários

---

**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 determinados pressupostos subjacentes importantes e a sensibilidade das projeções a essas variáveis. Além disso, são analisadas as implicações de algumas das potenciais políticas da nova administração dos Estados Unidos para as perspetivas do país, da área do euro e a nível mundial.

#### 1) Trajetória alternativa dos preços do petróleo

**Modelos alternativos dos preços do petróleo apontam para o risco de uma subida dos preços do petróleo ao longo do horizonte de projeção mais rápida do que o sugerido pelos futuros.** Os pressupostos técnicos relativos à evolução dos preços do petróleo subjacentes às projeções de referência, baseados nos mercados de futuros, preveem uma trajetória ascendente para os preços do petróleo, com os preços do petróleo bruto Brent a atingirem cerca de USD 55 por barril no final de 2019. Esta trajetória é coerente com uma recuperação moderada da procura mundial de petróleo, um cenário associado a um fortalecimento da retoma da economia mundial e a uma ligeira diminuição da oferta de petróleo. Uma combinação de modelos alternativos utilizados pelos especialistas do Eurosistema<sup>5</sup> para prever os preços do petróleo no horizonte de projeção sugere atualmente preços do petróleo mais elevados durante o horizonte de projeção do que o considerado nos pressupostos técnicos. A concretização de uma trajetória alternativa, na qual os preços do petróleo seriam 19% mais altos do que na projeção de referência até 2019, atenuaria ligeiramente o crescimento real do PIB e implicaria uma subida mais rápida da inflação medida pelo IHPC (aumentando esta 0.1 pontos percentuais em 2017, 0.2 pontos percentuais em 2018 e 0.3 pontos percentuais em 2019).

**Após a conclusão deste exercício de projeção, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) acordou, em 30 de novembro de 2016, em reduzir a oferta de petróleo, o que levou a uma subida acentuada dos preços dos futuros do petróleo no curto prazo, seguida de uma trajetória ligeiramente ascendente dos preços dos futuros do petróleo mais adiante no horizonte de projeção.** Se esta trajetória dos preços dos futuros do petróleo se concretizasse, resultaria numa inflação medida pelo IHPC mais forte em 2017, mas teria menos impacto na trajetória da inflação em 2018 e 2019, comparativamente com a trajetória subjacente à projeção de referência.

#### 2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

**Esta análise de sensibilidade investiga, a título ilustrativo, o impacto de uma trajetória mais baixa da taxa de câmbio do euro, em comparação com a projeção de referência.** Os riscos de depreciação da taxa de câmbio do euro advêm principalmente da divergência da orientação da política monetária nos dois lados do Atlântico. Em particular, um aumento da taxa dos fundos federais nos Estados Unidos menos gradual do que o esperado poderá exercer uma pressão

---

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

adicional em sentido descendente sobre o euro. Tal pode refletir, em especial, a subida das expectativas de inflação nos Estados Unidos, num contexto de políticas orçamentais expansionistas e de um mercado de trabalho restritivo. A trajetória alternativa da taxa de câmbio do euro foi calculada a partir do percentil 25 da distribuição obtida através das densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções no que respeita à taxa de câmbio USD/EUR em 17 de novembro de 2016. Comporta uma depreciação gradual do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a taxa de câmbio USD/EUR a ser de 0.95 em 2019, valor que é 9.7% inferior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. Os pressupostos correspondentes relativos à taxa de câmbio efetiva nominal do euro refletem regularidades históricas, segundo as quais variações na taxa de câmbio USD/EUR espelham variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de cerca de 50%. Este pressuposto resulta numa divergência gradual em sentido descendente da taxa de câmbio efetiva do euro relativamente à projeção de referência, colocando a taxa de câmbio efetiva do euro num nível 5.2% abaixo do da projeção de referência para 2019. Neste cenário, a média dos resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados pelos especialistas aponta para um maior crescimento real do PIB (subindo este 0.2 a 0.3 pontos percentuais por ano) e para uma inflação medida pelo IHPC mais elevada (aumentando esta 0.2 pontos percentuais em 2017 e 0.4 a 0.5 pontos percentuais em 2018 e 2019).

### **3) Cenários no contexto da nova administração dos Estados Unidos – implicações para as perspetivas do país, da área do euro e a nível mundial**

#### **As potenciais alterações em termos de políticas com a nova administração dos Estados Unidos, chefiada pelo Presidente-eleito Donald Trump, estão ainda em fase de definição.**

Embora ainda não sejam conhecidos os pormenores das futuras políticas da nova administração – não podendo estas, portanto, ser incluídas na projeção de referência –, durante a campanha eleitoral, Donald Trump apresentou os seguintes planos principais em matéria de políticas:

i) um amplo pacote de estímulo orçamental, incluindo possivelmente uma combinação de cortes dos impostos das pessoas singulares e coletivas, bem como aumentos da despesa com infraestruturas e defesa; ii) uma política de imigração mais restritiva; e iii) um maior protecionismo comercial. Tendo em mente as ressalvas associadas à elevada incerteza no tocante a estas políticas futuras, o impacto destes três grandes domínios de intervenção é discutido a seguir.

**É provável que este pacote de políticas tenha implicações inflacionistas nos Estados Unidos, ao passo que o impacto na atividade económica depende das medidas efetivamente adotadas.** As medidas orçamentais impulsionarão o crescimento real do PIB e a inflação, mas este impulso poderá ser mitigado por taxas de juro mais elevadas e por uma apreciação do dólar dos Estados Unidos. Uma política de imigração mais restritiva poderá provocar uma redução bastante modesta da atividade, se a diminuição da população ativa for, em grande medida, compensada por uma taxa de participação da população ativa mais elevada e por um aumento do emprego em outras frações da população nacional. As políticas de protecionismo comercial, mediante tarifas de importação mais elevadas, poderão ser objeto de reciprocidade e implicar uma descida do PIB real dos Estados Unidos ao longo do horizonte de projeção, em virtude de uma diminuição das exportações do país.

**Os efeitos a nível mundial dependem da força relativa dos vários canais.** Caso sejam fortemente atingidas por medidas protecionistas, as economias dos mercados emergentes irão possivelmente, observar um impacto adverso no crescimento do PIB, podendo outras regiões beneficiar inicialmente do estímulo orçamental dos Estados Unidos e dos efeitos de substituição a nível do comércio.

**No que respeita ao impacto na área do euro, são vários os canais envolvidos.** Em primeiro lugar, a expansão da política orçamental nos Estados Unidos impulsionaria a procura interna no país, enfraqueceria o euro face ao dólar e levaria a uma subida da procura de bens e serviços da área do euro. Em segundo lugar, dado que a atividade interna e as importações nos Estados Unidos e nas economias dos mercados emergentes podem diminuir em resultado de tarifas de importação mais elevadas e de outras políticas comerciais, o efeito direto das políticas comerciais dos Estados Unidos sobre a procura poderá ser negativo para a área do euro. No entanto, se a área do euro não for sujeita a tarifas de importação mais elevadas, ganhará competitividade de preços em relação aos países sujeitos a tarifas de importação mais altas. Tal poderia implicar um efeito de substituição mundial favorável à área do euro. No geral, porém, os efeitos na área do euro permanecem muito incertos na presente fase e dependem das políticas específicas adotadas pela nova administração dos Estados Unidos.

#### **Caixa 4**

Previsões elaboradas por outras instituições

---

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

**Como assinalado no quadro, os valores avançados nas projeções atualmente disponíveis de outras instituições indicam que o crescimento real do PIB e a inflação medida pelo IHPC estão, em geral, perfeitamente 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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projeções dos especialistas do Eurosistema	Dezembro de 2016	1.7	1.7	1.6	0.2	1.3	1.5
		[1.6 – 1.8]	[1.1 – 2.3]	[0.6 – 2.6]	[0.2 – 0.2]	[0.8 – 1.8]	[0.7 – 2.3]
Comissão Europeia	Novembro de 2016	1.7	1.5	1.7	0.3	1.4	1.4
Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Novembro de 2016	1.7	1.6	1.7	0.2	1.2	1.4
Barómetro da Zona Euro	Novembro de 2016	1.6	1.3	1.4	0.3	1.3	1.6
Previsões da Consensus Economics	Novembro de 2016	1.6	1.3	1.4	0.2	1.3	1.5
Inquérito a Analistas Profissionais	Outubro de 2016	1.6	1.4	1.5	0.2	1.2	1.4
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Outubro de 2016	1.7	1.5	1.6	0.3	1.1	1.3

Fontes: Previsões Económicas Europeias do outono de 2016, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook*, de outubro de 2016, do FMI; *Economic Outlook*, de novembro de 2016, da OCDE; Previsões da Consensus Economics, de novembro de 2016; MJEconomics (Barómetro da Zona Euro), de novembro de 2016, e Inquérito a Analistas Profissionais, realizado pelo BCE, de outubro de 2016.

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 outras previsões não especificam se foram ou não utilizados dados corrigidos de dias úteis.

© Banco Central Europeu, 2016

Endereço postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemanha

Telefone: +49 69 1344 0

Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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