



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

Projeta-se que a retoma na área do euro continue a ganhar firmeza a um ritmo ligeiramente superior às expectativas precedentes. De acordo com as projeções, a esperada recuperação económica mundial e a procura interna resiliente – apoiadas pela orientação muito acomodaticia 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 ao longo do horizonte de projeção.

O recente aumento dos preços do petróleo deverá conduzir a uma inflação média medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) de 1.7% no corrente ano. Contudo, considera-se que se verificará apenas uma subida gradual das pressões inflacionistas subjacentes durante o horizonte de projeção.

1

Economia real

Indicadores de curto prazo apontam para uma continuação do crescimento robusto no curto prazo. O produto interno bruto (PIB) real aumentou 0.4% no quarto trimestre de 2016. A retoma está a tornar-se mais generalizada, tanto entre setores como entre os países da área do euro. As condições no mercado de trabalho continuaram a melhorar nos últimos meses, com as taxas de desemprego a descerem um pouco mais do que o esperado. Embora os indicadores da incerteza quanto a políticas económicas tenham registado uma subida, os indicadores da incerteza financeira e económica permanecem baixos (ver a caixa 1). Além disso, a melhoria da confiança prosseguiu, sugerindo um crescimento resiliente no primeiro semestre de 2017.

¹ As projeções macroeconómicas dos especialistas do BCE fazem parte do material preparado para o Conselho do BCE, no sentido de este avaliar a evolução económica e os riscos para a estabilidade de preços. As projeções elaboradas por especialistas do BCE ou do Eurosistema não são objeto de aprovação pelo Conselho do BCE, nem refletem necessariamente as opiniões do mesmo sobre as perspectivas para a área do euro. É fornecida informação sobre as técnicas e os procedimentos utilizados num guia sobre as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema/do BCE (*A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*), publicado em julho de 2016 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE. A data de fecho relativa a pressupostos técnicos, como os preços do petróleo e as taxas de câmbio, foi 14 de fevereiro de 2017 (ver a caixa 2). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício de projeção foi 20 de fevereiro de 2017, excetuando as, também incluídas, contas nacionais trimestrais relativas à Alemanha divulgadas em 23 de fevereiro. O exercício de projeção macroeconómica atual abrange o período de 2016 a 2019. Projeções com um horizonte tão alargado estão sujeitas a uma incerteza muito elevada, facto que é necessário ter em conta na sua interpretação. Ver o artigo dedicado a uma avaliação das projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema (*An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections*), publicado na edição de maio de 2013 do *Boletim Mensal do BCE*, disponível apenas em língua inglesa.

Ao longo do horizonte de projeção, o crescimento real do PIB deverá situar-se em 1.8% em 2017, 1.7% em 2018 e 1.6% em 2019. A procura interna tem constituído o pilar da recuperação desde meados de 2013, nomeadamente o consumo privado robusto e a contribuição positiva do investimento. Diversos fatores favoráveis deverão continuar a apoiar a procura interna durante o horizonte de projeção, reforçados pela orientação muito acomodaticia da política monetária do BCE. Projeta-se igualmente um fortalecimento das exportações da área do euro no horizonte de projeção, apoiadas pela esperada retoma do comércio mundial e pelo anterior enfraquecimento da taxa de câmbio do euro.

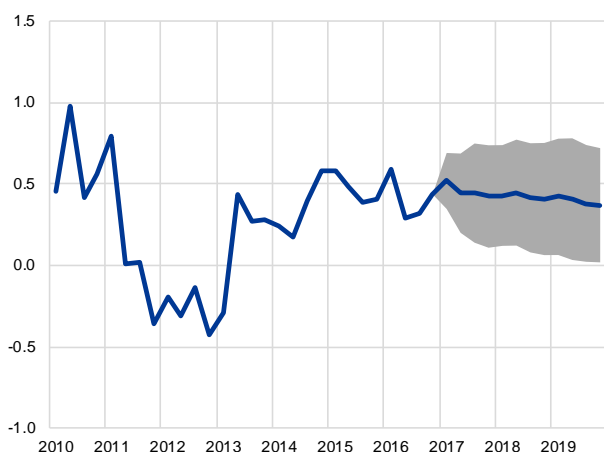
Gráfico 1

Projeções macroeconómicas¹⁾

(dados trimestrais)

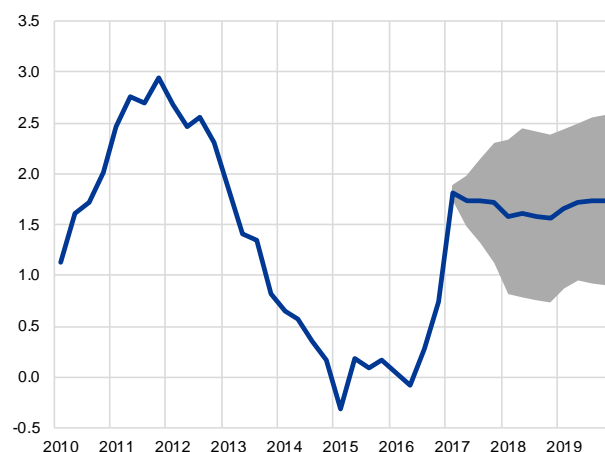
PIB real da área do euro²⁾

(variação em termos trimestrais em cadeia, em percentagem)



IHPC da área do euro

(variação homóloga, em percentagem)



1) Os intervalos em torno das principais projeções têm por base as diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é o dobro do valor absoluto 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.

Caixa 1

Relevância da incerteza quanto às políticas económicas para as perspetivas económicas da área do euro

A medida da incerteza acerca das políticas económicas aumentou acentuadamente nos últimos meses²⁾. Este aumento deveu-se provavelmente ao resultado do referendo no Reino Unido sobre o abandono da União Europeia e aos resultados das eleições nos Estados Unidos. Atualmente, este indicador pode também refletir incerteza no tocante às próximas eleições em vários países da área do euro. A presente caixa aborda o indicador da incerteza acerca das

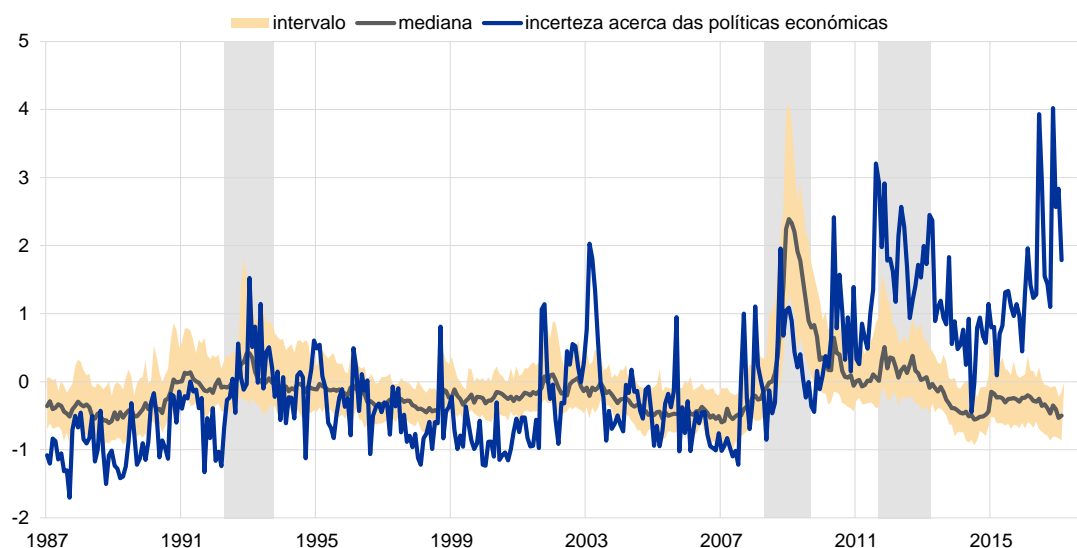
²⁾ O indicador da incerteza acerca das políticas económicas contabiliza com que frequência são publicados, nos principais jornais, artigos com as palavras "incerto" ou "incerteza" e "económico" ou "economia", bem como uma de várias palavras associadas a políticas, como "défice" ou "regulamentação". Para mais pormenores, ver Baker, S., Bloom, N. e Davis, S., "Measuring economic policy uncertainty", *NBER Working Paper Series*, n.º 21633, outubro de 2015.

políticas económicas, analisando-o num contexto mais abrangente de medidas da incerteza, e conclui que é provável que a sua importância para as perspetivas económicas seja relativamente limitada na conjuntura atual.

Em princípio, uma incerteza elevada quanto às políticas económicas pode ter um impacto adverso na atividade, dado que pode levar as empresas a adiar ou cancelar decisões de investimento até à diminuição da incerteza. De igual modo, a incerteza pode afetar negativamente as decisões das famílias no tocante a grandes compras. Uma incerteza elevada pode, além disso, levar as famílias a aumentar a poupança por motivos de precaução. Por último, a incerteza pode influenciar adversamente a atividade através de custos de financiamento mais elevados, devido aos maiores prémios de risco, e reduzir os incentivos das instituições de crédito para concederem empréstimos às famílias e às empresas³.

Medidas da incerteza na área do euro selecionadas

(desvio-padrão face à média)



Fontes: Baker/Bloom/Davis, Consensus Economics, Eurostat, Comissão Europeia, BCE e cálculos do BCE.

Notas: As áreas a cinzento refletem recessões na área do euro, conforme identificadas pelo Centro de Estudos de Política Económica (Centre for Economic Policy Research – CEPR). O intervalo representa os percentis 25 a 75 de cerca de 130 indicadores da incerteza (abrangendo a incerteza financeira, a incerteza acerca das previsões, a incerteza económica e a incerteza quanto a políticas) estimados para a área do euro.

Não obstante, apesar do recente aumento da incerteza acerca das políticas económicas, a evolução económica mais recente na área do euro tornou-se, aparentemente, mais robusta. A retoma da área do euro é mais generalizada do que recuperações anteriores⁴. Além disso, assenta sobretudo na procura interna, o que a torna menos vulnerável a choques externos. Acresce que todos os setores institucionais se apresentam atualmente mais sólidos do que no período precedente à crise, dado que os rácios de alavancagem foram reduzidos para níveis mais sustentáveis. A confiança entre as famílias e as empresas mantém-se em níveis muito elevados e os mercados financeiros não parecem ter refletido nos preços riscos de cauda significativos.

³ Para uma análise dos vários canais de transmissão da incerteza, ver Bloom, N., "Fluctuations in uncertainty", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n.º 2, 2014, pp. 153-176.

⁴ Ver a caixa 1, intitulada "Economic growth in the euro area is broadening", do *Boletim Económico do BCE*, Número 1/2017.

De facto, verifica-se presentemente um desvio significativo entre a incerteza acrescida quanto às políticas económicas e os níveis bastante moderados de outros indicadores da incerteza económica e financeira. O gráfico mostra a mediana de cerca de 130 medidas da incerteza estimadas para a área do euro, o percentil 25 a 75 dessas medidas e a medida da incerteza acerca das políticas económicas⁵. A mediana de todas as medidas tem uma vantagem relativamente às medidas individuais da incerteza, ao captar melhor várias dimensões da incerteza, enquanto o segmento dos percentis 25 a 75 representa a incerteza em torno dessas medidas da incerteza e exclui valores atípicos. Consta-se que a mediana e os percentis 25 a 75 das medidas da incerteza na área do euro apontam atualmente para uma incerteza reduzida. Em contraste, a medida da incerteza acerca das políticas económicas demonstra ser anómala na conjuntura atual, mais ainda do que nos últimos seis anos.

O indicador da incerteza acerca das políticas económicas poderá não fornecer necessariamente um sinal fiável de uma incerteza acrescida na presente conjuntura.

Em primeiro lugar, não distingue entre a incerteza relativa às políticas internas e a incerteza relativa às políticas externas. Nessa conformidade e na medida em que as empresas e os consumidores procedem a uma distinção entre fontes internas e externas de incerteza e se centram sobretudo nas fontes internas de incerteza, tal poderá explicar a correlação relativamente ténue entre este indicador e outras medidas da incerteza, assim como a sua relevância empírica restrita em termos de previsão das tendências económicas da área do euro. Em segundo lugar, baseia-se em artigos de apenas dois dos principais jornais de cada país, pelo que a amostra reduzida poderá não ser representativa da perceção do público em geral. Em terceiro lugar, trata-se de um indicador da incerteza muito mais volátil do que outras medidas e, com frequência, apresenta picos quando outros indicadores se mantêm moderados ou quando a atividade económica parece ter permanecido inalterada. Todos estes aspetos sugerem que é necessária atenção quando se utiliza este indicador para projetar a evolução económica⁶.

De acordo com as projeções, o crescimento do consumo público continuará a ser robusto ao longo do horizonte de projeção. A confiança dos consumidores manteve-se em níveis elevados nos meses recentes, em resultado da melhoria das expectativas económicas gerais e das expectativas financeiras individuais mais favoráveis. Tendo também em consideração a melhoria das condições no mercado de trabalho, espera-se que o consumo privado continue a aumentar no curto prazo.

O crescimento do rendimento disponível nominal permanece robusto, projetando-se que a contribuição dos salários e vencimentos brutos para o mesmo aumente durante o período de projeção.

As condições de financiamento bancário favoráveis, reforçadas pelas medidas de política monetária do BCE, deverão apoiar o crescimento do consumo

⁵ Para uma visão geral, ver o artigo intitulado "The impact of uncertainty on activity in the euro area", do *Boletim Económico do BCE*, Número 8/2016. Consultar também Haddow, A., Hare, C., Hooley, J. e Shakir, T., "Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?", *Bank of England Quarterly Bulletin*, segundo trimestre, 2013.

⁶ Ver também Forbes, K., "Uncertainty about uncertainty", um discurso proferido na Conferência J.P. Morgan Cazenove, intitulada "Best of British", realizada em Londres, em 23 de novembro de 2016, no qual são retiradas conclusões similares para o Reino Unido.

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 igualmente apoiar o consumo.

Os preços mais elevados do petróleo estão, todavia, a ter um impacto adverso no rendimento disponível real, apesar de se esperar que a regularização do consumo compense parcialmente os efeitos sobre o consumo. O rácio de poupança aumentou entre meados de 2015 e meados de 2016, tendo as famílias poupado parte dos rendimentos excecionais relacionados com os preços do petróleo. Estima-se que o desvanecimento deste efeito temporário tenha começado no segundo semestre de 2016 e espera-se que prossiga em 2017, amplificado pela recente subida dos preços do petróleo. De acordo com as projeções, o rácio de poupança deverá, então, permanecer horizontal durante o resto do período de projeção, uma vez que as pressões em sentido descendente associadas à diminuição do desemprego, à melhoria das condições de concessão de crédito e às taxas de juro baixas são compensadas por pressões em sentido ascendente resultantes da continuação das necessidades de desalavancagem da dívida e da regularização do consumo pró-cíclico.

Caixa 2

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

Em comparação com as projeções de dezembro de 2016, os pressupostos técnicos incluem taxas de juro de longo prazo ligeiramente mais elevadas, preços do petróleo denominados em dólares dos Estados Unidos significativamente mais altos e uma pequena depreciação 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 14 de fevereiro de 2017. As taxas de curto prazo referem-se à EURIBOR a três meses, sendo as expectativas do mercado determinadas a partir das taxas dos contratos de futuros. Seguindo esta metodologia, obtém-se para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de -0.3% em 2017, de -0.2% em 2018 e de 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 1.3% em 2017, 1.6% em 2018 e 1.9% em 2019⁷. Em comparação com as projeções de dezembro de 2016, as expectativas do mercado quanto às taxas de juro de curto

⁷ O pressuposto relativo às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos na 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 toma o preço da obrigação igual ao valor nominal (*par yield*) a dez anos de todas as obrigações na área do euro, sendo a discrepância inicial entre as duas séries mantida constante ao longo do horizonte de projeção. No tocante 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.

prazo permanecem inalteradas, ao passo que as expectativas relativas às taxas de juro de longo prazo foram revistas em alta em 10 a 20 pontos base. 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 compostas aplicadas aos empréstimos ao setor privado não financeiro da área do euro se mantenham, em geral, inalteradas em 2017 e aumentem ligeiramente em 2018 e 2019.

No que respeita aos preços das matérias-primas, com base na trajetória implícita nos mercados de futuros e considerando a média da quinzena finda na data de fecho da informação de 14 de fevereiro, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent aumente de USD 44.0 em 2016 para USD 56.4 em 2017 e para USD 56.5 em 2018, descendo depois para USD 55.9 em 2019. Esta trajetória implica que, em comparação com as projeções de dezembro de 2016, os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos são mais elevados: 14.3% em 2017, 7.3% em 2018 e 2.5% em 2019. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que registem um aumento substancial em 2017 e que, posteriormente, subam de forma mais moderada⁸.

Em relação 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 na data de fecho da informação de 14 de fevereiro. Tal implica uma taxa de câmbio média USD/EUR de 1.07 em 2017 a 2019, o que compara com USD 1.09 nas projeções de dezembro de 2016. A taxa de câmbio efetiva do euro (face a 38 parceiros comerciais) é 1.3% mais baixa em 2017 a 2019 do que o pressuposto no exercício de projeção de dezembro de 2016.

Pressupostos técnicos

	Março de 2017				Dezembro de 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	-0.3	-0.3	-0.2	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)	0.8	1.3	1.6	1.9	0.8	1.2	1.5	1.7
Preço do petróleo (USD/barril)	44.0	56.4	56.5	55.9	43.1	49.3	52.6	54.6
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-3.9	13.2	3.5	4.6	-4.0	6.6	3.8	4.5
Taxa de câmbio USD/EUR	1.11	1.07	1.07	1.07	1.11	1.09	1.09	1.09
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem)	3.7	-1.0	0.0	0.0	3.8	0.1	0.0	0.0

A recuperação do investimento residencial na área do euro deverá prosseguir.

O investimento residencial recuperou marcadamente em 2016, apoiado por um forte crescimento do rendimento disponível e por condições de financiamento favoráveis. Numa análise prospetiva, espera-se que o projetado aumento do crescimento do rendimento disponível nominal, as taxas hipotecárias muito baixas e as limitadas oportunidades de outro investimento apoiem a continuação da retoma do

⁸ 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. Quanto aos preços de outras matérias-primas não energéticas e não alimentares, pressupõe-se que sigam os futuros até ao primeiro trimestre de 2018, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial.

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. Além disso, os processos de ajustamento nos mercados da habitação em alguns países da área do euro chegaram, aparentemente, ao fim e os preços da habitação têm vindo a aumentar em vários países. No entanto, espera-se que o elevado desemprego e as necessidades de desalavancagem remanescentes em alguns países continuem a refrear o investimento residencial. Em outros países, projeta-se que os níveis já elevados do investimento residencial em relação ao rendimento disponível e a evolução demográfica adversa reduzam o dinamismo do investimento residencial.

O investimento empresarial deverá registar uma recuperação. Espera-se que diversos fatores apoiem a evolução do investimento empresarial: a confiança das empresas continuou a melhorar em virtude das expectativas favoráveis quanto à produção, do aumento das carteiras de encomendas e de uma inflexão das expectativas relativas aos preços de venda; a utilização da capacidade produtiva é superior à média dos níveis anteriores à crise; as condições de financiamento permanecem muito favoráveis; 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 médio da dívida em relação ao total de ativos no setor das sociedades não financeiras para níveis mínimos históricos. Contudo, a retoma do investimento empresarial será ainda travada pela rigidez dos mercados do produto, por expectativas de um crescimento do produto potencial mais fraco do que anteriormente e pelas necessidades de desalavancagem remanescentes em alguns países da área do euro. Acresce que a baixa rentabilidade bancária e os *stocks* ainda elevados de créditos não produtivos (*non-performing loans* – NPL) nos balanços das instituições de crédito em vários países continuam a pesar sobre a capacidade de intermediação de alguns setores bancários.

Caixa 3

Enquadramento internacional

O crescimento da atividade económica mundial deverá continuar a registar uma recuperação. Dados recentemente publicados confirmam a esperada melhoria da atividade a nível mundial no segundo semestre de 2016 e apontam para uma continuação do crescimento no curto prazo. As perspetivas entre as economias avançadas e as economias emergentes permanecem, porém, algo contraditórias. Nas economias avançadas, espera-se que as condições financeiras favoráveis, a melhoria do mercado de trabalho e os estímulos em termos de política orçamental apoiem a atividade nos Estados Unidos, enquanto a maior incerteza deverá pesar sobre as perspetivas de crescimento da economia do Reino Unido no médio prazo e o ritmo de expansão no Japão deverá manter-se moderado. Nos mercados emergentes, o crescimento resiliente em algumas grandes economias – a par de um abrandamento progressivo das recessões profundas

em alguns dos países exportadores de matérias-primas de maior dimensão – constitui o principal apoio do crescimento mundial, ao passo que a desaceleração gradual da economia chinesa continua a ser um entrave. Espera-se que o aumento dos preços do petróleo tenha um impacto geral limitado na atividade económica mundial: apesar de esse aumento proporcionar algum apoio a nível da atividade dos países produtores de petróleo, estes ainda enfrentam um período de necessidades de ajustamento consideráveis (incluindo consolidação orçamental), dada a descida significativa dos preços do petróleo desde 2014. Simultaneamente, espera-se que os consumidores nos países importadores de matérias-primas absorvam parte do choque através de rácios de poupança mais baixos. De acordo com as projeções, a atividade a nível mundial (excluindo a área do euro) deverá acelerar de 3.1% em 2016 para 3.5% em 2017 e 3.8% em 2018 e 2019, tendo sido revista ligeiramente em alta em comparação com o exercício de projeção anterior.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Março de 2017				Dezembro de 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.1	3.5	3.8	3.8	3.0	3.5	3.7	3.8
Comércio mundial (excluindo a área do euro)¹⁾	1.2	3.4	3.7	3.8	0.9	2.8	3.7	3.8
Procura externa da área do euro²⁾	1.6	2.8	3.4	3.5	1.5	2.4	3.4	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.

O comércio mundial aumentou no segundo semestre de 2016, esperando-se que mantenha o seu dinamismo durante o horizonte de projeção. No médio prazo, o comércio mundial deverá registar uma expansão em consonância com a retoma da atividade económica mundial (ver o quadro). Em comparação com as projeções de dezembro de 2016, a procura externa da área do euro foi revista em alta em 0.4 pontos percentuais no tocante a 2017 e foi mantida, em geral, inalterada para os anos seguintes.

Segundo as projeções, as exportações extra-área do euro serão apoiadas pela recuperação da procura mundial e pela taxa de câmbio do euro ligeiramente mais fraca. A expectativa é de que a procura externa da área do euro mantenha o seu recente dinamismo durante o horizonte de projeção, em virtude do aumento da procura de importações tanto nas economias avançadas como nas economias emergentes (incluindo, Rússia e Brasil). Todavia, o crescimento fraco das importações no Reino Unido deverá atenuar o dinamismo 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. Projeta-se que o dinamismo das exportações extra-área do euro seja superior ao da procura externa, especialmente em 2017, em resultado da taxa de câmbio do euro mais fraca. Quanto às importações extra-área do euro, espera-se que registem um crescimento mais rápido do que as exportações extra-área do euro e em conformidade com a sua elasticidade histórica em relação à procura total. O excedente da balança corrente deverá permanecer globalmente estável em cerca de 3.1 a 3.3% do PIB ao longo do horizonte de projeção.

O desvio negativo do produto deverá registar um estreitamento constante durante o horizonte de projeção, refletindo um crescimento potencial apenas moderado. Estima-se que o crescimento do produto potencial seja ligeiramente superior a 1% no horizonte de projeção e que, por conseguinte, permaneça claramente abaixo do projetado crescimento real efetivo do PIB de cerca de 1.7%. O fraco dinamismo do produto potencial reflete sobretudo um contributo bastante reduzido do capital, na sequência de um período prolongado de investimento historicamente baixo. Projeta-se que o contributo da mão de obra aumente, espelhando a crescente população em idade ativa, no contexto do afluxo de migrantes e de uma participação da população ativa cada vez maior, 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. Espera-se que o contributo da produtividade total dos fatores se situe apenas ligeiramente abaixo do seu nível anterior à crise.

As condições no mercado de trabalho da área do euro deverão continuar a melhorar ao longo do horizonte de projeção. Projeta-se que o emprego continue a aumentar durante o horizonte de projeção, ainda que perdendo gradualmente algum dinamismo. No curto prazo, tal reflete sobretudo o desvanecimento de alguns fatores temporários favoráveis com influência no crescimento do emprego. No resto do horizonte, a escassez da oferta de mão de obra qualificada constituirá cada vez mais uma limitação em alguns países, travando o crescimento do emprego e conduzindo a um aumento do número de horas trabalhadas por empregado. Esta evolução do emprego implica um aumento do crescimento da produtividade do trabalho de 0.4% em 2016 para 0.8% em 2019, refletindo um padrão pró-cíclico com uma utilização crescente tanto do capital como da mão de obra. 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 dezembro de 2016, o crescimento real do PIB foi objeto de uma ligeira revisão em alta no que toca a 2017 e 2018. Estima-se que uma procura externa ligeiramente mais forte no curto prazo, a taxa de câmbio do euro mais fraca e um sentimento económico mais favorável mais do que compensem o impacto adverso, a nível da atividade económica, dos preços do petróleo mais elevados.

2 Preços e custos

As perspetivas de curto prazo quanto à inflação global foram revistas significativamente em alta na sequência da recente subida dos preços do petróleo, esperando-se agora que a inflação se situe, em média, em 1.7% no período de 2017 a 2019. No entanto, verificam-se padrões contrastantes a nível da inflação dos preços das matérias-primas energéticas e não energéticas. Entre 2016 e 2017, espera-se que os preços dos produtos energéticos representem 1.2 pontos percentuais do fortalecimento da inflação medida pelo IHPC. Efeitos de base no sentido da alta, a par dos recentes aumentos significativos dos preços do

petróleo, explicam a inversão acentuada – passando de taxas negativas elevadas para taxas positivas consideráveis – da inflação dos preços dos produtos energéticos. A curva praticamente horizontal dos preços dos futuros do petróleo ao longo do período de projeção implica, contudo, que a componente de preços dos produtos energéticos terá um contributo positivo menor para a inflação global em 2018 e 2019.

Em contraste com a inflação dos preços dos produtos energéticos, a esperada subida da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares apresenta-se muito mais gradual ao longo do horizonte de projeção. Considera-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares se situe, em média, em 1.1% em 2017 e suba para 1.5% e 1.8% em 2018 e 2019, respetivamente. Um importante fator subjacente a esta subida gradual é o esperado aumento dos custos unitários do trabalho face aos progressos e à consolidação da retoma. A diminuição da margem disponível no mercado de trabalho e o desvanecimento gradual de fatores relacionados com a crise que contiveram o crescimento dos salários nos últimos anos deverão conduzir a um aumento do crescimento da remuneração por trabalhador, bem como, atendendo à projetada recuperação mais modesta da produtividade, a um aumento do crescimento dos custos unitários do trabalho. Além disso, a subida dos preços do petróleo deverá contribuir indiretamente para estas pressões ascendentes sobre os custos através de custos de produção mais elevados e repercussões nos salários nominais. As margens de lucro deverão registar uma expansão constante, embora ligeiramente atenuada pela subida dos custos da mão de obra e pelas recentes perdas a nível dos termos de troca.

A subida dos preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas é o principal fator subjacente à inflexão das pressões externas sobre os preços.

Na sequência de um período de quatro anos de descida dos preços das importações, em parte relacionada com a anterior queda acentuada dos preços das matérias-primas, a taxa de crescimento anual dos preços das importações deverá passar a ser positiva em 2017. O elemento fulcral dessa inflexão dos preços das importações é a subida dos preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas. Ao longo do tempo, espera-se que o aumento gradual das pressões inflacionistas também contribua para esta evolução. Considera-se que a diminuição da margem disponível na economia mundial elevará lentamente os custos de produção mundiais, para além do impacto dos preços das matérias-primas. Não obstante, projeta-se que as pressões sobre os preços a nível mundial permaneçam moderadas, atendendo à ainda considerável capacidade produtiva disponível mundial e ao elevado grau de concorrência face a países com baixos custos.

A melhoria das condições no mercado de trabalho deverá refletir-se cada vez mais numa subida dos custos da mão de obra ao longo do horizonte de projeção. O crescimento da remuneração por trabalhador deverá subir para 1.3% em 2016 e atingir 2.4% em 2019. Um importante fator subjacente a esta notória recuperação é a prevista melhoria das condições no mercado de trabalho, com cada

vez maior escassez de mão de obra em algumas regiões da área do euro. Além disso, o recente aumento significativo da inflação, que implicou uma queda acentuada do crescimento dos salários reais, reduz o risco de efeitos negativos de segunda ordem no curto prazo. Em alguns países, a inflação mais alta pode, com o tempo, também ter um efeito positivo sobre a evolução dos salários nominais, nos casos em que os processos de negociação salarial tenham uma forte componente retrospectiva. No entanto, em 2017, a probabilidade de efeitos em sentido ascendente decorrentes da inflação mais elevada sobre os salários negociados é restringida pelo facto de, em vários países, a maioria das negociações salariais para 2017 já ter terminado. É ainda de notar que, em alguns países, o grau de indexação salarial à inflação foi reduzido substancialmente num passado recente. Acresce que, num conjunto de países da área do euro, os sistemas de indexação salarial remanescentes assentam na inflação excluindo os preços dos produtos energéticos importados, a qual não subiu muito até à data. Para além do impacto da inflação, em certos países, a necessidade de moderação salarial para recuperar competitividade de preços, ou a contenção salarial latente acumulada, deverá enfraquecer gradualmente ao longo do horizonte de projeção, apoiando, desse modo, o crescimento dos salários. Os efeitos atenuantes das reformas no mercado de trabalho implementadas em determinados países da área do euro durante a crise poderão também tornar-se menos pronunciados, à medida que a retoma cíclica progride e se generaliza. De igual forma, o impacto atenuante, no crescimento dos salários, dos efeitos a nível da composição deverá diminuir com a progressão da recuperação económica, dado esperar-se que os ganhos em termos de emprego se tornem mais generalizados nos vários setores e menos centrados na baixa produtividade e, portanto, menos concentrados em setores com salários reduzidos do que em anos recentes.

Considera-se que as margens de lucro continuarão a registar uma expansão ao longo do horizonte de projeção, a um ritmo igual ou um pouco mais lento do que o observado recentemente. Durante o horizonte de projeção, espera-se que as margens de lucro beneficiem da continuação da recuperação económica. No curto prazo, porém, os recentes aumentos dos preços do petróleo poderão reduzir as margens de lucro, atendendo a que as empresas poderão não transmitir totalmente os maiores custos, em especial porque as margens de lucro parecem ter também beneficiado da anterior queda dos preços do petróleo. Além disso, a expansão das margens de lucro será atenuada ao longo do horizonte de projeção pelos esperados aumentos do crescimento dos custos unitários do trabalho.

Em comparação com as projeções de dezembro de 2016, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas em alta, de forma significativa no que respeita a 2017 e ligeiramente no tocante a 2018. A revisão substancial em sentido ascendente da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC para 2017 está relacionada com os preços do petróleo mais elevados do que o pressuposto nas projeções de dezembro de 2016. Posteriormente, a curva de preços dos futuros do petróleo muito menos inclinada do que nas projeções de dezembro de 2016 resulta em pequenas revisões em baixa da componente de preços dos produtos energéticos a partir de 2018. Em contrapartida, a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos

alimentares foi objeto de uma ligeira revisão em alta no que se refere a 2018 e 2019, refletindo alguns efeitos indiretos e de segunda ordem dos preços mais elevados do petróleo, bem como alguns efeitos em sentido ascendente da taxa de câmbio do euro mais baixa. Considera-se que estes efeitos em sentido ascendente são ligeiramente superiores aos efeitos das revisões em baixa da taxa de inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC para 2018 e que, em geral, compensam as revisões em sentido descendente da componente de preços dos produtos energéticos no que toca a 2019.

3 Perspetivas orçamentais

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

Projeta-se que, ao longo do horizonte de projeção, tanto o rácio do défice orçamental como o rácio da dívida pública exibam uma trajetória descendente. No período de 2017 a 2019, uma nova diminuição dos pagamentos de juros e a melhoria na componente cíclica implica uma nova redução do défice orçamental. A projeção é de que o saldo primário corrigido do ciclo permaneça praticamente inalterado. A redução gradual da dívida pública durante o horizonte de projeção é apoiada sobretudo pelo diferencial favorável entre crescimento e taxa de juro. O projetado excedente primário também tem um impacto positivo na projetada trajetória da dívida.

Em comparação com as projeções publicadas em dezembro de 2016, as perspetivas para o rácio do défice são mais favoráveis e a trajetória do rácio da dívida foi revista em baixa. No período entre 2017 e 2019, a melhoria das perspetivas para o défice reflete, em parte, um efeito de transmissão positivo de 2016 e, em parte, despesas primárias esperadas mais baixas. A revisão em baixa do rácio da dívida em relação ao PIB espelha a referida melhoria das perspetivas orçamentais e um maior contributo do diferencial entre crescimento e taxa de juro para a redução da dívida, sobretudo em 2017, resultante da melhoria das perspetivas para o PIB nominal da área do euro.

Quadro 1

Projeções macroeconómicas para a área do euro¹⁾

(variação anual, em percentagem)

	Março de 2017				Dezembro de 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB real¹⁾	1.7	1.8	1.7	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6
		[1.5 – 2.1] ²⁾	[0.7 – 2.7] ²⁾	[0.5 – 2.7] ²⁾	[1.6 – 1.8] ²⁾	[1.1 – 2.3] ²⁾	[0.6 – 2.6] ²⁾	[0.4 – 2.8] ²⁾
Consumo privado	1.9	1.4	1.4	1.4	1.7	1.5	1.5	1.4
Consumo público	2.0	1.1	1.0	1.1	2.0	1.3	1.1	1.1
Formação bruta de capital fixo	2.5	2.8	3.2	2.8	3.0	3.1	3.1	2.7
Exportações³⁾	2.9	4.3	4.1	4.0	2.7	3.7	3.9	4.0
Importações³⁾	3.5	4.6	4.4	4.2	3.3	4.1	4.3	4.1
Emprego	1.3	1.0	1.0	0.8	1.4	1.1	0.8	0.8
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	10.0	9.4	8.9	8.4	10.0	9.5	9.1	8.7
IHPC	0.2	1.7	1.6	1.7	0.2	1.3	1.5	1.7
		[1.4 – 2.0] ²⁾	[0.9 – 2.3] ²⁾	[0.8 – 2.6] ²⁾	[0.2 – 0.2] ²⁾	[0.8 – 1.8] ²⁾	[0.7 – 2.3] ²⁾	[0.9 – 2.5] ²⁾
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	0.9	1.2	1.6	1.8	0.9	1.1	1.4	1.7
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	0.9	1.1	1.5	1.8	0.9	1.1	1.4	1.7
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos⁴⁾	0.8	1.1	1.5	1.8	0.8	1.1	1.4	1.7
Custos unitários do trabalho	0.9	1.1	1.4	1.6	0.8	1.0	1.3	1.5
Remuneração por trabalhador	1.3	1.8	2.1	2.4	1.2	1.7	2.1	2.4
Produtividade do trabalho	0.4	0.7	0.7	0.8	0.3	0.6	0.8	0.9
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-1.6	-1.4	-1.2	-0.9	-1.8	-1.6	-1.5	-1.2
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB)⁵⁾	-1.7	-1.5	-1.4	-1.1	-1.8	-1.8	-1.6	-1.4
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	89.3	88.0	86.4	84.5	89.4	88.5	87.3	85.7
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	3.4	3.1	3.2	3.3	3.2	3.1	3.0	3.1

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 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*.

Caixa 4

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 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 um perfil relativamente horizontal dos preços do petróleo, com os preços do petróleo bruto Brent a oscilar em torno de USD 56 por barril até ao 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. No entanto, os futuros do petróleo não parecem comportar no preço um efeito duradouro em sentido ascendente do acordo da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), provavelmente devido ao nível das reservas – que está próximo do seu nível máximo histórico – e ao possível aumento da produção de óleo de xisto. Uma combinação de modelos alternativos utilizados pelos especialistas do BCE⁹ 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, até 2019, os preços do petróleo seriam 12.4% mais altos do que na projeção de referência, 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 e 0.2 pontos percentuais em 2018 e 2019).

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 sobretudo de uma divergência, maior do que o atualmente esperado, da orientação da política monetária nos dois lados do Atlântico. Mais especificamente, um aumento da taxa dos fundos federais nos Estados Unidos menos gradual do que o esperado pode exercer uma pressão 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 14 de fevereiro de 2017. Comporta uma

⁹ Ver a combinação de quatro modelos apresentada no artigo intitulado "Forecasting the price of oil", no *Boletim Económico do BCE*, Número 4/2015.

depreciação gradual do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a taxa de câmbio USD/EUR a ser de 0.98 em 2019, valor que é 7.6% 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 52%. 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 4% 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 0.1 a 0.3 pontos percentuais por ano) e para uma inflação medida pelo IHPC mais elevada (aumentando esta 0.1 pontos percentuais em 2017 e 0.3 a 0.4 pontos percentuais em 2018 e 2019).

3) Cenários de políticas sob a nova Administração dos Estados Unidos – implicações para as perspetivas dos Estados Unidos, da área do euro e a nível mundial

A proposta do Partido Republicano de um imposto baseado no destino dos fluxos de caixa ajustados em função das fronteiras (*destination-based border-adjusted cash flow tax – DBCFT*) representaria uma reformulação profunda do regime de tributação das empresas nos Estados Unidos, o que pode ter implicações consideráveis para as perspetivas do país, com repercussões a nível mundial e para a área do euro¹⁰. Este cenário aborda o potencial impacto do projeto de reforma fiscal nas economias dos Estados Unidos, mundial e da área do euro.

Os quatro principais elementos da proposta de política são: i) um ajustamento em função das fronteiras, mais especificamente uma dedução das receitas de exportações, mas a cessação da dedução dos custos das importações do rendimento tributável; ii) a mudança de um regime baseado na origem (onde as empresas são tributadas com base na sua origem, ou seja, se detêm os seus ativos nos Estados Unidos) para um regime baseado no destino (em que as empresas são tributadas apenas pelos lucros realizados em vendas nos Estados Unidos), o que implica que os lucros realizados em vendas fora dos Estados Unidos deixam de ser tributados, independentemente de onde estão localizados os ativos da empresa, além de que a alteração reduziria os incentivos a uma transferência de lucros para “paraísos fiscais” e aumentaria os incentivos para as empresas localizarem nos Estados Unidos os rendimentos tributáveis gerados no estrangeiro; iii) uma redução da taxa de imposto sobre as sociedades de 35 para 20%; e iv) incentivos fiscais a novo investimento nos Estados Unidos, com uma dedução total das despesas de investimento e a eliminação da dedução dos pagamentos de juros da base tributável do imposto.

A subvenção concedida aos exportadores e os impostos cobrados aos importadores implicariam uma melhoria substancial da competitividade dos Estados Unidos e uma queda da procura dos Estados Unidos de importações, o que elevaria o PIB do país. Contudo, é provável que tal fosse parcialmente compensado por uma apreciação do dólar dos Estados Unidos. Ao mesmo tempo, a inflação no país aumentaria, com os importadores a transmitirem aos preços internos uma parte dos custos adicionais da tributação mais elevada e a atividade

¹⁰ Ver *A better way – our vision for a confident America*, junho de 24, 2016, disponível em: https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf.

económica mais forte e o maior emprego a impulsionar os salários a nível interno. Uma inflação mais alta poderia, no entanto, levar a um decréscimo do consumo privado real. De modo geral, a reforma fiscal poderia conduzir a um reequilíbrio da economia dos Estados Unidos, com uma queda do défice comercial do país, podendo, ao mesmo tempo, o bem-estar dos seus consumidores diminuir em virtude do menor consumo das famílias.

As repercussões para o resto do mundo seriam negativas em resultado do ajustamento em função das fronteiras. Verificar-se-iam dois efeitos opostos que afetariam a procura externa dos Estados Unidos. Por um lado, o estímulo orçamental devido à taxa de imposto mais baixa faria aumentar a procura dos Estados Unidos e, nessa medida, as importações. Por outro lado, em virtude do novo imposto sobre as importações, os produtos e serviços produzidos no estrangeiro seriam menos competitivos no país. Em geral, exceto se totalmente compensadas por movimentos cambiais, as distorções do comércio introduzidas pelo ajustamento em função das fronteiras provavelmente mais que anulariam o impacto positivo nas importações do estímulo orçamental.

Num cenário de retaliação coordenada contra o ajustamento em função das fronteiras, o decréscimo do comércio mundial seria significativamente mais forte, ao passo que o impacto favorável na economia dos Estados Unidos diminuiria. Considerando o impacto consideravelmente negativo na economia mundial decorrente da imposição do ajustamento em função das fronteiras, uma retaliação contra os Estados Unidos seria uma possibilidade. Em caso de retaliação, através, por exemplo, da aplicação de tarifas aos produtos dos Estados Unidos pelo resto do mundo, o crescimento do PIB do país seria negativamente afetado, em resultado da perda de competitividade de preços. Contudo, o impacto positivo da redução da taxa de imposto nacional na atividade dos Estados Unidos poderia compensar os efeitos negativos da retaliação ao nível do comércio mundial. O decréscimo do comércio mundial seria, porém, mais forte neste cenário.

No que respeita às repercussões para a área do euro, os efeitos económicos líquidos dependeriam da força dos canais de transmissão do choque das políticas dos Estados Unidos, das suas repercussões a nível mundial e das respostas em matéria de políticas fora dos Estados Unidos. Na ausência de retaliação, o efeito sobre o PIB da área do euro seria claramente negativo. Os termos de troca para todos os parceiros dos Estados Unidos, incluindo a área do euro, deteriorar-se-iam. No geral, verificar-se-ia uma diminuição da procura de bens e serviços da área do euro, bem como preços mais baixos dos seus concorrentes, agravando a procura de exportações da mesma.

Em caso de retaliação contra os Estados Unidos, o impacto negativo no PIB da área do euro seria menor. O efeito em termos de competitividade sobre a economia dos Estados Unidos decorrente do subsídio à exportação poderá, em certa medida, ser compensado pela aplicação por outros países de tarifas de importação bilaterais. Ainda assim, o efeito negativo direto decorrente de uma procura de importações reduzida por parte dos Estados Unidos, aliado a efeitos negativos sobre o crescimento no resto mundo, resultaria provavelmente numa diminuição da procura externa e do PIB da área do euro.

As repercussões mundiais poderiam ser amplificadas, se fortes movimentos do dólar dos Estados Unidos e condições financeiras mais restritivas resultassem em tensões financeiras graves nas economias emergentes. Os cenários aqui descritos pressupõem um fortalecimento limitado do dólar dos Estados Unidos e a não ocorrência de mais repercussões financeiras nas economias emergentes. Caso o fortalecimento do dólar dos Estados Unidos

provocasse sérias tensões financeiras nessas economias, as repercussões a nível mundial poderiam ser consideravelmente mais negativas.

Caixa 5

Previsões por outras instituições

Estão disponíveis várias previsões para a área do euro elaboradas por organizações internacionais e instituições do setor privado. Todavia, essas previsões não são rigorosamente comparáveis entre si ou com as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE, 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 seguinte).

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, dentro dos intervalos (apresentados entre parênteses retos no quadro) das projeções dos especialistas do BCE.

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

(variação anual, em percentagem)

	Data de publicação	Crescimento do PIB			Inflação medida pelo IHPC		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Projeções dos especialistas do BCE	Março de 2017	1.8	1.7	1.6	1.7	1.6	1.7
		[1.5 – 2.1]	[0.7 – 2.7]	[0.5 – 2.7]	[1.4 – 2.0]	[0.9 – 2.3]	[0.8 – 2.6]
Comissão Europeia	Fevereiro de 2017	1.6	1.8	–	1.7	1.4	–
Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Março de 2017/ novembro de 2016	1.6	1.6	–	1.2	1.4	–
Barómetro da Zona Euro	Fevereiro de 2017	1.5	1.6	1.4	1.5	1.5	1.6
Previsões da Consensus Economics	Fevereiro de 2017	1.6	1.5	1.3	1.6	1.4	1.6
Inquérito a Analistas Profissionais	Janeiro de 2017	1.5	1.5	1.5	1.4	1.5	1.6
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Janeiro de 2017/ outubro de 2016	1.6	1.6	–	1.1	1.3	1.5

Fontes: Previsões económicas europeias do inverno de 2017, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook* do FMI, versão atualizada de janeiro de 2017 para o PIB real e edição de outubro de 2016 para a inflação medida pelo IHPC; *Interim Economic Outlook* da OCDE, edição de março de 2017 para o PIB real e edição de novembro de 2016 para a inflação medida pelo IHPC; Previsões da Consensus Economics, de fevereiro de 2017; Barómetro da Zona Euro da MJEconomics, de fevereiro de 2017; e Inquérito a Analistas Profissionais, realizado pelo BCE, de janeiro de 2017. Notas: As projeções macroeconómicas dos especialistas do BCE e as previsões da OCDE apresentam taxas de crescimento anuais corrigidas de dias úteis, ao passo que a Comissão Europeia e o FMI apresentam taxas de crescimento anuais não corrigidas de dias úteis por ano. As outras previsões não especificam se foram ou não utilizados dados corrigidos de dias úteis.

© Banco Central Europeu, 2017

Endereço postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemanha
Telefone: +49 69 1344 0
Site Web: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4571 (pdf)
N.º de Catálogo da UE QB-CE-17-001-PT-N (pdf)
