



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

## PROJEÇÕES MACROECONÓMICAS PARA A ÁREA DO EURO ELABORADAS POR ESPECIALISTAS DO EUROSISTEMA

Com base na informação disponível até 25 de Novembro de 2011, os especialistas do Eurosistema prepararam projecções para a evolução macroeconómica na área do euro<sup>1</sup>. A actividade económica da área do euro registou um enfraquecimento no segundo semestre de 2011, reflectindo um abrandamento da procura mundial e uma deterioração substancial da confiança das empresas e dos consumidores nos últimos meses, num contexto de incerteza acrescida resultante da intensificação das tensões nos mercados financeiros, tendo-se verificado descidas significativas dos preços das acções e um agravamento das condições de financiamento em cada vez mais países da área do euro. Partindo do pressuposto de que não haverá nova intensificação da crise financeira, projecta-se que o crescimento real do PIB recupere no decurso de 2012 e volte a registar uma ligeira melhoria em 2013. Espera-se, contudo, que a recuperação seja atenuada pela reestruturação dos balanços, em curso em múltiplos sectores, e pelas condições de financiamento adversas prevaletentes em muitas partes da área do euro ao longo do horizonte de projecção. Ao mesmo tempo, a recuperação deverá ser apoiada por um fortalecimento da procura mundial e uma descida da inflação dos preços dos produtos energéticos e alimentares, a qual apoia os rendimentos reais, bem como pelo impacto favorável sobre a procura interna das taxas de juro de curto prazo muito baixas e das medidas com vista a restabelecer o funcionamento do sistema financeiro. De acordo com as projecções, o crescimento real médio anual do PIB deverá situar-se entre 1.5% e 1.7% em 2011, entre -0.4% e 1.0% em 2012 e entre 0.3% e 2.3% em 2013. Projecta-se que a inflação medida pelo IHPC na área do euro permaneça elevada no curto prazo, registando subsequentemente uma descida acentuada. Espera-se que a taxa média da inflação medida pelo IHPC global se situe entre 2.6% e 2.8% em 2011, entre 1.5% e 2.5% em 2012 e entre 0.8% e 2.2% em 2013. Este perfil reflecte, em grande medida, efeitos de base descendentes sobre os preços dos produtos energéticos e alimentares em 2012, bem como pressupostos de manutenção ou descida dos preços das matérias-primas. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e energéticos deverá registar apenas um ligeiro aumento ao longo do horizonte de projecção, reflectindo uma procura interna relativamente moderada e custos do trabalho contidos.

### Caixa 1

#### PRESSUPOSTOS TÉCNICOS SOBRE TAXAS DE JURO, TAXAS DE CÂMBIO, PREÇOS DAS MATÉRIAS-PRIMAS E POLÍTICAS ORÇAMENTAIS

Os pressupostos técnicos relativos às taxas de juro e aos preços das matérias-primas têm por base as expectativas do mercado, com uma data-limite de 17 de Novembro de 2011<sup>1</sup>. O pressuposto referente às taxas de juro de curto prazo é de natureza puramente técnica. As taxas de curto prazo são medidas pela taxa EURIBOR a 3 meses, sendo as expectativas do mercado obtidas a partir das taxas dos contratos de futuros. Segundo esta metodologia, o nível médio das taxas de juro de curto prazo situa-se em 1.4% para 2011, em 1.2% para 2012 e em 1.4% para 2013. As expectativas do mercado quanto às taxas de rentabilidade nominais das obrigações de dívida pública a 10 anos na área do euro implicam um nível médio de 4.4% em 2011, 5.3% em 2012 e 5.6% em 2013. Reflectindo a trajetória das taxas de juro do mercado a prazo e a transmissão gradual das variações nas taxas do mercado às taxas activas, espera-se

<sup>1</sup> As projecções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema são produzidas conjuntamente por especialistas do BCE e dos bancos centrais nacionais da área do euro. Elaboradas duas vezes por ano, 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 mais informação sobre os procedimentos e técnicas utilizados no documento intitulado “*A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*” (Guia das projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema), de Junho de 2001, disponível no sítio do BCE. Com vista a reflectir a incerteza em torno das projecções, são utilizados intervalos para apresentar os resultados relativos a cada variável. Os intervalos baseiam-se nas diferenças entre resultados observados e projecções anteriores elaboradas ao longo de vários anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado, que envolve a correcção de acontecimentos excepcionais, encontra-se documentado na publicação do BCE intitulada “*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*” (Novo procedimento para a construção de intervalos nas projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema e do BCE), de Dezembro de 2009, também disponibilizada no sítio do BCE.

que as taxas activas dos bancos, tanto de curto como de longo prazo, voltem a aumentar gradualmente ao longo de todo o horizonte de projecção. As condições de concessão de crédito no conjunto da área do euro deverão, em geral, afectar negativamente a actividade. No que respeita aos preços das matérias-primas, com base na trajectória implícita nos mercados de futuros na quinzena que terminou na data-limite, o pressuposto é de que os preços médios do barril de petróleo bruto Brent se situarão em USD 111.5 em 2011, USD 109.4 em 2012 e USD 104.0 em 2013. Em termos dos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que aumentem 17.8% em 2011, baixem 7.3% em 2012 e subam 4.3% em 2013.

Adoptou-se o pressuposto de que, ao longo do horizonte de projecção, as taxas de câmbio bilaterais permanecerão inalteradas nos níveis médios prevaletentes no período de duas semanas findo na data-limite. Tal implica uma taxa de câmbio USD/EUR de 1.40 em 2011 e de 1.36 em 2012 e 2013. Pressupõe-se que, em média, a taxa de câmbio efectiva do euro permanecerá inalterada em 2011 e registará uma depreciação de 0.9% em 2012.

Em termos de política orçamental, os pressupostos têm por base os planos orçamentais nacionais dos diferentes países da área do euro disponíveis em 25 de Novembro de 2011. Incluem todas as medidas de política já aprovadas pelos parlamentos nacionais ou especificadas em pormenor pelos governos e que provavelmente serão aprovadas no âmbito do processo legislativo.

1 Os pressupostos relativos aos preços do petróleo e dos produtos alimentares têm por base os preços dos futuros até ao final do horizonte de projecção. No que respeita a outras matérias-primas, pressupõe-se que os preços seguirão os futuros até ao último trimestre de 2012, evoluindo subsequentemente em consonância com a actividade económica mundial.

## CONJUNTURA INTERNACIONAL

O dinamismo do crescimento mundial enfraqueceu no decurso de 2011. No segundo semestre do ano, o impulso positivo resultante do desvanecimento das perturbações na cadeia de oferta na sequência das catástrofes naturais no Japão foi comprometido por novas tensões nos mercados financeiros mundiais, impulsionadas, em grande medida, pela intensificação da crise da dívida soberana na área do euro e por crescentes preocupações quanto à sustentabilidade orçamental em outras importantes economias avançadas, o que abalou a confiança dos consumidores e das empresas a nível mundial. Numa análise prospectiva, espera-se uma recuperação gradual, ainda que algumas circunstâncias desfavoráveis, tais como a necessidade continuada de correcção dos balanços e a fragilidade dos mercados de trabalho e da habitação em algumas das principais economias avançadas, impliquem um período prolongado de crescimento lento, sobretudo nas economias avançadas, que refreará o ritmo da recuperação mundial. Nas economias emergentes, o ritmo do crescimento continua bastante forte, mas deverá perder dinamismo, em virtude da anterior introdução de uma maior restritividade de política com vista a atenuar desequilíbrios financeiros e pressões sobre os preços, bem como do enfraquecimento esperado da procura externa e de repercussões adversas da turbulência financeira mundial. Projecta-se que, após ter atingido 5.7% em 2010, o crescimento real do PIB mundial fora da área do euro diminua para 4.1% em 2011 e 3.9% em 2012, aumentando depois para 4.5% em 2013. Estima-se que o crescimento da procura externa da área do euro baixe de 11.8% em 2010 para 6.4% em 2011 e para 4.8% em 2012, subindo depois para 6.9% em 2013.

## PROJEÇÕES PARA O CRESCIMENTO REAL DO PIB

O PIB real da área do euro apresentou um crescimento apenas moderado no terceiro trimestre de 2011, subindo 0.2% em termos trimestrais em cadeia, ou seja, a mesma taxa registada no segundo trimestre. Ao mesmo tempo que vários factores temporários – tanto a nível mundial como interno – afectaram negativamente a actividade no segundo trimestre de 2011, o fraco dinamismo de crescimento subjacente na área do euro nos últimos meses reflectiu de forma crescente o impacto da crise da dívida soberana na área do euro e a consequente maior restritividade da orientação orçamental em alguns países da área do euro. A nível interno, o impacto adverso da incerteza acrescida relacionada com a intensificação das

tensões nos mercados financeiros da área do euro resultou numa deterioração substancial da confiança das empresas e dos consumidores, numa descida acentuada dos preços das acções na área do euro e num agravamento das condições de financiamento das famílias e sociedades não financeiras em vários países. Dado que a procura externa também registou um enfraquecimento em 2011, não se espera que factores externos compensem o impacto adverso destes factores internos no curto prazo. Numa análise prospectiva, partindo do pressuposto de que não haverá nova intensificação da crise financeira, o crescimento real do PIB deverá recuperar no decurso de 2012 e voltar a melhorar ligeiramente em 2013. Espera-se, contudo, que a recuperação seja atenuada ao longo do horizonte de projecção pela reestruturação dos balanços, em curso em múltiplos sectores, e pelas condições de financiamento adversas prevalentes em muitas partes da área do euro. Ao mesmo tempo, a recuperação deverá ser apoiada por um fortalecimento da procura mundial e uma descida da inflação dos preços dos produtos energéticos e alimentares, a qual apoia os rendimentos reais, bem como pelo impacto favorável sobre a procura interna das taxas de juro de curto prazo muito baixas e das medidas com vista a restabelecer o funcionamento do sistema financeiro. De um modo geral, a expectativa é de que o ritmo da recuperação seja lento. Em termos anuais, espera-se que o crescimento real do PIB da área do euro se situe entre 1.5% e 1.7% em 2011, entre -0.4% e 1.0% em 2012 e entre 0.3% e 2.3% em 2013.

Em mais pormenor, projecta-se que o crescimento do consumo privado na área do euro seja bastante moderado até meados de 2012, sobretudo em virtude do fraco padrão de crescimento do rendimento disponível real, e que recupere ligeiramente em seguida. O crescimento do rendimento disponível nominal deverá ser atenuado pelo fraco crescimento do emprego, em conjugação com aumentos moderados dos salários e das transferências de rendimentos, os quais deverão ser limitados em virtude da maior restritividade orçamental aplicada em vários países da área do euro. Embora o impacto adverso de anteriores aumentos dos preços das matérias-primas tenha atenuado o rendimento disponível real, espera-se que as pressões sobre os preços das matérias-primas diminuam, apoiando assim progressivamente a dinâmica do rendimento disponível real. Projecta-se que o rácio de poupança da área do euro se mantenha, em geral, inalterado face ao nível actual, ao longo do resto do horizonte de projecção. Tal reflecte a expectativa de que um impacto ascendente sobre o rácio de poupança resultante da incerteza acrescida e do enfraquecimento da confiança seja amplamente compensado por uma necessidade de reduzir as poupanças de forma a regularizar o consumo, em virtude da fragilidade da evolução do rendimento real. Reflectindo a expansão apenas gradual do emprego, espera-se que a taxa de desemprego da área do euro aumente ligeiramente no decurso de 2012 e que, em seguida, desça de forma lenta.

Em relação ao investimento privado não residencial da área do euro, espera-se que seja atenuado em resultado de condições de financiamento adversas persistentes em alguns países da área do euro, num contexto de incerteza elevada. Projecta-se que estagne no curto prazo e que recupere apenas gradualmente ao longo do resto do horizonte de projecção, apoiado por um reforço do crescimento das exportações, uma recuperação moderada da procura interna e uma rentabilidade relativamente sustentada. O crescimento do investimento residencial deverá ser ainda mais lento, atenuado por ajustamentos em curso no mercado da habitação de alguns países – que se reflectem também na evolução bastante modesta dos preços da habitação. Pressupõe-se que, devido aos programas de consolidação orçamental anunciados em vários países da área do euro, o investimento público diminua substancialmente em 2011 e 2012, estabilizando depois em 2013.

Em consonância com o padrão da procura externa, o ritmo de crescimento das exportações deverá registar um abrandamento no curto prazo, antes de ganhar dinamismo de forma gradual no decurso de 2012. Projecta-se uma trajectória semelhante para o crescimento das importações. Em geral, espera-se um contributo positivo do comércio líquido para o crescimento trimestral do PIB ao longo do horizonte de projecção, reflectindo um crescimento ligeiramente mais forte das exportações a partir do início de 2012.

## Quadro 1 Projeções macroeconómicas para a área do euro

(variação média anual, em percentagem) <sup>1), 2)</sup>

|                                | 2010 | 2011       | 2012       | 2013       |
|--------------------------------|------|------------|------------|------------|
| IHPC                           | 1.6  | 2.6 – 2.8  | 1.5 – 2.5  | 0.8 – 2.2  |
| PIB real                       | 1.8  | 1.5 – 1.7  | -0.4 – 1.0 | 0.3 – 2.3  |
| Consumo privado                | 0.8  | 0.3 – 0.5  | -0.4 – 0.6 | 0.0 – 1.8  |
| Consumo público                | 0.5  | -0.3 – 0.5 | -0.5 – 0.7 | -0.3 – 1.3 |
| Formação bruta de capital fixo | -0.6 | 1.6 – 2.4  | -1.6 – 1.8 | -0.5 – 4.3 |
| Exportações (bens e serviços)  | 10.8 | 5.4 – 7.2  | 0.3 – 6.1  | 2.1 – 8.9  |
| Importações (bens e serviços)  | 9.2  | 4.0 – 5.4  | -0.5 – 5.1 | 1.7 – 8.1  |

1) As projeções para o PIB real e respectivas componentes têm por base dados corrigidos de dias úteis. As projeções para as exportações e importações incluem o comércio intra-área do euro.

2) Os dados referem-se à área do euro incluindo a Estónia, excepto os dados relativos ao IHPC em 2010. A variação média anual em percentagem do IHPC para 2011 é baseada numa composição da área do euro que inclui, já em 2010, a Estónia.

Espera-se que a crise actual tenha afectado negativamente o crescimento potencial, embora a magnitude exacta desse impacto continue a ser muito incerta. É provável que a continuação da fragilidade da actividade reduza ainda mais o crescimento do produto potencial. No entanto, dadas as fracas perspectivas para o crescimento, projecta-se que o desvio negativo do produto observe um alargamento em 2012 e um ligeiro estreitamento em 2013.

### PROJEÇÕES RELATIVAS A PREÇOS E CUSTOS

De acordo com as projeções, a taxa de inflação medida pelo IHPC global da área do euro, impulsionada por anteriores subidas dos preços das matérias-primas e, em certa medida, por aumentos dos impostos indirectos, deverá permanecer acima de 2% no primeiro trimestre de 2012. Subsequentemente, espera-se que registe uma moderação considerável. Este padrão reflecte, em grande medida, um contributo acentuadamente decrescente dos preços dos produtos energéticos, devido à atenuação do impacto de anteriores aumentos dos preços do petróleo e à pressuposta descida gradual dos preços do petróleo bruto ao longo do horizonte de projecção. A inflação dos preços dos produtos alimentares deverá registar uma moderação a partir de meados de 2012, uma vez transmitidas as pressões que actualmente se fazem sentir. Por último, projecta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e energéticos registe apenas um ligeiro aumento, reflectindo uma procura interna relativamente fraca e custos do trabalho contidos. Espera-se que a taxa média da inflação medida pelo IHPC global se situe entre 2.6% e 2.8% em 2011, entre 1.5% e 2.5% em 2012 e entre 0.8% e 2.2% em 2013.

Mais especificamente, as pressões externas sobre os preços abrandaram e espera-se que diminuam de forma pronunciada ao longo do horizonte de projecção, em virtude sobretudo da estabilização ou da descida dos preços das matérias-primas. Devido, em parte, ao ritmo mais lento do crescimento do comércio mundial e à inflação mundial mais baixa, espera-se que a taxa de crescimento homóloga do deflator das importações, que atingiu o valor máximo no início de 2011, registe uma descida acentuada em 2012 e volte a diminuir ligeiramente em 2013. No que respeita às pressões internas sobre os preços, a taxa de crescimento homóloga da remuneração por trabalhador deverá abrandar no primeiro semestre de 2012, reflectindo, em larga medida, o impacto de pagamentos pontuais no primeiro semestre de 2011, esperando-se que recupere no segundo semestre de 2012 e que, posteriormente, estabilize. Este padrão reflecte o impacto de factores compensatórios. Por um lado, pressões ascendentes decorrem de anteriores subidas da inflação dos preços no consumidor. Por outro lado, espera-se que o abrandamento geral da actividade económica e a persistência de fracas condições no mercado de trabalho exerçam uma pressão descendente sobre os salários. Considerando a inflação dos preços no consumidor bastante elevada durante o presente ano, projecta-se que a remuneração real por trabalhador desça em 2011 e 2012, registando subsequentemente uma ligeira recuperação. A taxa de crescimento dos custos unitários do trabalho deverá aumentar um pouco em 2012, apresentando, em seguida, um abrandamento. Este perfil reflecte uma quebra cíclica do crescimento da produtividade em 2012 – à medida que se observa um

enfraqüecimento substancial do crescimento da actividade e um ajustamento apenas parcial do crescimento do emprego – e um subsequente aumento em 2013. Espera-se que o crescimento das margens de lucro se mantenha baixo no decurso de 2011 e 2012, em resultado de uma procura agregada moderada e uma aceleração dos custos unitários do trabalho. Em 2013, as margens de lucro deverão recuperar com a retoma da actividade. Espera-se que os aumentos dos preços administrados e dos impostos indirectos contribuam significativamente para a inflação medida pelo IHPC em 2011 e 2012, reflectindo a consolidação orçamental em curso em diversos países da área do euro. O impacto em 2013 deverá ser menor, embora esta expectativa reflecta, em parte, a falta de informação pormenorizada sobre as medidas orçamentais para esse ano.

## COMPARAÇÃO COM AS PROJEÇÕES DE SETEMBRO DE 2011

Em comparação com as projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE publicadas no Boletim Mensal de Setembro de 2011, verifica-se um estreitamento do intervalo projectado para o crescimento real do PIB em 2011 e uma considerável revisão em baixa do intervalo para 2012. Estas revisões reflectem sobretudo o impacto, na procura interna, do enfraqüecimento da confiança e do agravamento das condições de financiamento em resultado da incerteza acrescida relacionada com a crise da dívida soberana, bem como revisões em baixa da procura externa. A restritividade orçamental adicional e condições de financiamento mais rigorosas em alguns países da área do euro conduziram também a revisões em baixa das perspectivas de médio prazo para o crescimento real do PIB. No que diz respeito à inflação medida pelo IHPC, os intervalos projectados para 2011 e 2012 foram revistos ligeiramente em alta, em resultado do impacto ascendente da subida dos preços do petróleo denominados em euros, bem como de uma maior contribuição dos impostos indirectos. O impacto ascendente destes factores deverá mais do que compensar o impacto descendente dos ajustamentos das margens de lucro e do crescimento dos salários, que estão associados à revisão em baixa da actividade.

### Quadro 2 Comparação com as projecções de Setembro de 2011

(variação média anual, em percentagem)

|                             | 2011      | 2012       |
|-----------------------------|-----------|------------|
| PIB real – Setembro de 2011 | 1.4 – 1.8 | 0.4 – 2.2  |
| PIB real – Dezembro de 2011 | 1.5 – 1.7 | -0.4 – 1.0 |
| IHPC – Setembro de 2011     | 2.5 – 2.7 | 1.2 – 2.2  |
| IHPC – Dezembro de 2011     | 2.6 – 2.8 | 1.5 – 2.5  |

### Caixa 2

#### PREVISÕES DE OUTRAS INSTITUIÇÕES

Estão disponíveis várias previsões para a área do euro elaboradas por organizações internacionais e instituições do sector privado. No entanto, essas previsões não são rigorosamente comparáveis entre si ou com as projecções 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 acerca das variáveis orçamentais, financeiras e externas, incluindo preços do petróleo e de outras matérias-primas. Por último, existem diferenças nos métodos de correcção de dias úteis utilizados nas diversas previsões (ver o quadro abaixo).

Nas previsões actualmente disponíveis de outras instituições, espera-se que o crescimento real do PIB da área do euro se situe entre 1.5% e 1.6% em 2011, entre 0.2% e 1.1% em 2012 e entre 1.3% e 1.6% em

2013. Todas as previsões estão dentro ou muito próximo dos intervalos apresentados nas projecções dos especialistas do Eurosistema.

No que se refere à inflação, as previsões de outras instituições apontam para uma inflação média anual medida pelo IHPC entre 2.5% e 2.7% em 2011, entre 1.5% e 1.8% em 2012 e entre 1.2% e 1.8% em 2013. Todas as previsões estão dentro ou muito próximo do intervalo projectado pelos especialistas do Eurosistema. As projecções para 2012 situam-se na metade inferior dos intervalos avançados nas projecções 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 média anual, em percentagem)

|   | Data de publicação | Crescimento do PIB |            |           | Inflação medida pelo IHPC |           |           |
|---|--------------------|--------------------|------------|-----------|---------------------------|-----------|-----------|
|   |                    | 2011               | 2012       | 2013      | 2011                      | 2012      | 2013      |
| FMI   | Setembro de 2011   | 1.6                | 1.1        | 1.5       | 2.5                       | 1.5       | 1.7       |
| Inquérito a Analistas Profissionais         | Novembro de 2011   | 1.6                | 0.8        | 1.6       | 2.6                       | 1.8       | 1.8       |
| Previsões da Consensus Economics            | Novembro de 2011   | 1.6                | 0.4        | 1.5       | 2.7                       | 1.8       | 1.8       |
| OCDE  | Novembro de 2011   | 1.6                | 0.2        | 1.4       | 2.6                       | 1.6       | 1.2       |
| Comissão Europeia                           | Novembro de 2011   | 1.5                | 0.5        | 1.3       | 2.6                       | 1.7       | 1.6       |
| Projecções dos especialistas do Eurosistema | Dezembro de 2011   | 1.5 – 1.7          | -0.4 – 1.0 | 0.3 – 2.3 | 2.6 – 2.8                 | 1.5 – 2.5 | 0.8 – 2.2 |

Fontes: Previsões Económicas do Outono de 2011, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook* de Setembro de 2011, do FMI; *Economic Outlook* de Novembro de 2011, da OCDE; Previsões da Consensus Economics e Inquérito a Analistas Profissionais, realizado pelo BCE.

Notas: As projecções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema e as previsões da OCDE apresentam taxas de crescimento homólogas corrigidas de dias úteis, ao passo que a Comissão Europeia e o FMI apresentam taxas de crescimento homólogas 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, 2011

Endereço: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Alemanha  
 Endereço postal: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Alemanha  
 Telefone: +49 69 1344 0  
 Fax: +49 69 1344 6000  
 Internet: <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.