



Projeções macroeconómicas de junho de 2016 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema¹

1 Perspetivas para a área do euro: visão geral e principais elementos

A recuperação económica na área do euro deverá prosseguir, apoiada pela orientação acomodatória da política monetária do Banco Central Europeu (BCE), por preços do petróleo baixos, pela melhoria das condições no mercado de trabalho e por uma ligeira menor restritividade orçamental em 2016. Os progressos ao nível da desalavancagem alcançados em todos os setores deverão também apoiar o crescimento da procura interna durante o horizonte de projeção. Ao mesmo tempo, projeta-se que o entrave resultante do crescimento fraco das exportações se desvaneça, graças à esperada retoma progressiva do comércio mundial. Em termos anuais, o produto interno bruto (PIB) real deverá apresentar uma taxa de crescimento de 1.6% em 2016 e de 1.7% em 2017 e 2018. A inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) deverá permanecer muito baixa em 2016, situando-se em 0.2%, fortemente travada pela anterior queda dos preços dos produtos energéticos. Em relação a 2017, prevê-se uma subida significativa da inflação global para 1.3%, impulsionada, em grande medida, por efeitos de base em sentido ascendente na componente de preços dos produtos energéticos. Espera-se que a diminuição da margem disponível na economia conduza a um novo aumento ligeiro da inflação para 1.6%, em 2018.

¹ As projeções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema fazem parte do material preparado para o Conselho do BCE, no sentido de este avaliar a evolução económica e os riscos para a estabilidade de preços. É fornecida informação sobre os procedimentos e as técnicas utilizados num guia sobre as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema (*A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*), publicado em junho de 2001 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 10 de maio de 2016 (ver a caixa 1). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício foi 18 de maio de 2016.

O exercício de projeção macroeconómica atual abrange o período de 2016 a 2018. 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 (não disponível em língua portuguesa) do Boletim Mensal do BCE.

Um quadro com as projeções de determinadas variáveis relativas aos países, subjacentes às projeções dos agregados da área do euro aqui apresentadas, será publicado no sítio do BCE duas semanas após a publicação do presente artigo, uma vez publicadas as projeções relativas aos países pelos bancos centrais nacionais.

A recuperação é impulsionada pela procura interna, a qual deverá ser apoiada por diversos fatores favoráveis. Mais especificamente, a orientação acomodaticia da política monetária do BCE continua a ser transmitida à economia. Embora apresente alguma desaceleração, o crescimento do consumo privado deverá permanecer robusto, especialmente em 2016, dado que, num contexto de melhoria das condições no mercado de trabalho e de procura dos consumidores não satisfeita, é provável que as famílias gastem a maioria dos ganhos excepcionais relacionados com a anterior queda dos preços do petróleo. A esperada recuperação contribuirá também para o aumento continuado, se bem que gradual, do investimento, em parte devido ao efeito acelerador. A procura interna beneficiará igualmente de uma ligeira menor restritividade orçamental no curto prazo.

Os fatores adversos externos moderam as perspetivas de curto prazo, mas espera-se que estes se desvançam no médio prazo. A procura externa da área do euro continuará a registar apenas uma recuperação modesta no primeiro semestre de 2016, ainda atenuada pela procura fraca nas economias emergentes. Este impacto negativo no crescimento das exportações extra-área do euro é apenas parcialmente mitigado pelos efeitos desfasados favoráveis da anterior forte depreciação do euro. Numa análise prospetiva, a atividade mundial excluindo a área do euro deverá registar um fortalecimento gradual durante o horizonte de projeção, apoiando, assim, a procura externa da área do euro e, conseqüentemente, as exportações extra-área do euro.

A evolução da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC permanece crucial na explicação quer do nível baixo da inflação global em 2016, quer da subida acentuada que se prevê vir a ocorrer entre 2016 e 2017. Os contributos negativos consideráveis da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC deverão persistir em 2016 e travar a inflação global. Os significativos efeitos de base em sentido ascendente implicam uma subida forte da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC, passando esta a registar valores positivos em 2017. Após o desvanecimento destes efeitos de base em sentido ascendente, a inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC deverá manter-se relativamente estável no resto do horizonte de projeção. As pressões em sentido ascendente sobre a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares deverão registar um aumento gradual ao longo do horizonte de projeção. As melhorias em termos das condições no mercado de trabalho e o esperado novo fortalecimento da recuperação económica deverão impulsionar o crescimento dos salários e as margens de lucro. Tendo em conta os pressupostos aumentos dos preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas, os efeitos indiretos em sentido ascendente decorrentes desses aumentos sobre a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares deverão intensificar-se e acabar por suplantam os efeitos atenuadores decrescentes das anteriores quedas dos preços das matérias-primas. Além disso, espera-se uma continuação, ao longo de 2017, dos efeitos em sentido ascendente resultantes das repercussões atuais da anterior depreciação da taxa de câmbio do euro.

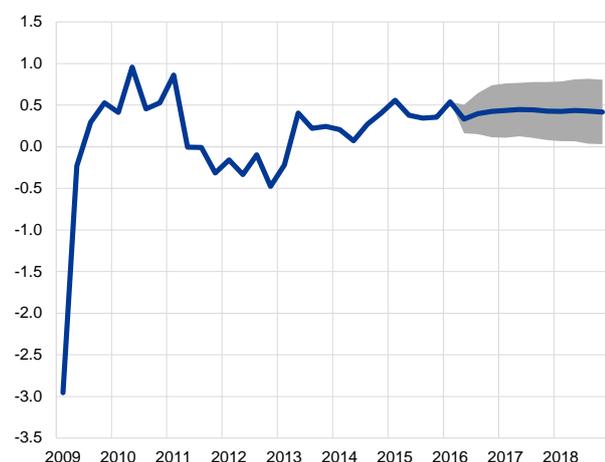
Gráfico 1

Projeções macroeconómicas¹⁾

(dados trimestrais)

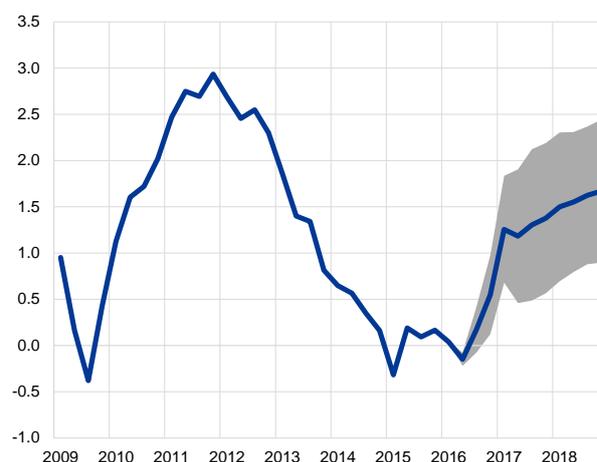
PIB real da área do euro²⁾

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

2) Dados corrigidos de dias úteis.

2 Economia real

A retoma da atividade na área do euro deverá permanecer resiliente.

O crescimento real do PIB aumentou para 0.5% no primeiro trimestre de 2016. Dados recentes de inquéritos indicam que o sentimento dos consumidores e das empresas estabilizou em níveis superiores à sua média de longo prazo, apontando para um crescimento económico sustentado no curto prazo.

Projeta-se que as despesas de consumo privado registem um crescimento forte em 2016 e permaneçam resilientes subsequentemente. O crescimento do rendimento disponível nominal deverá acelerar de forma gradual ao longo do horizonte de projeção, apoiado pelo crescimento do emprego e pela aceleração da remuneração nominal por trabalhador. Os rendimentos pessoais não decorrentes do trabalho contribuirão positivamente para o crescimento do rendimento disponível nominal, no geral em conformidade com a evolução dos lucros. O crescimento do rendimento disponível real deverá acelerar em 2016, perdendo dinamismo em 2017 e posteriormente, refletindo sobretudo o padrão da inflação dos preços dos produtos energéticos. Os custos reduzidos do financiamento, a recuperação modesta do crescimento dos empréstimos e o aumento moderado do património líquido das famílias, todos reforçados pelas medidas de política monetária do BCE, deverão apoiar o consumo privado e ser apenas parcialmente compensados pelo impacto adverso, no rendimento disponível, das receitas de juros líquidas mais baixas. Além disso, os progressos alcançados na desalavancagem deverão também apoiar

o crescimento do consumo privado. De um modo geral, projeta-se que o crescimento anual do consumo privado aumente de 1.7% em 2015 para 1.9% em 2016, desacelerando para 1.7% em 2017 e 1.5% em 2018.

Caixa 1

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

Em comparação com as projeções de março, as principais alterações nos pressupostos técnicos são preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas denominados em dólares dos Estados Unidos significativamente mais elevados, uma pequena depreciação da taxa de câmbio efetiva do euro e taxas de juro de longo prazo do mercado mais baixas.

Pressupostos técnicos

	Junho de 2016				Março de 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	0.0	-0.3	-0.3	-0.2
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	1.2	0.9	1.1	1.4	1.2	1.2	1.4	1.7
Preço do petróleo (USD/barril)	52.4	43.4	49.1	51.3	52.5	34.9	41.2	44.9
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-19.9	-3.3	4.3	4.6	-19.9	-14.8	3.0	4.7
Taxa de câmbio USD/EUR	1.11	1.13	1.14	1.14	1.11	1.11	1.12	1.12
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem)	-7.1	4.2	0.2	0.0	-7.1	4.8	0.2	0.0

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 10 de maio 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. Segundo a metodologia, obtém-se para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de -0.3% para 2016, 2017 e 2018. As expectativas do mercado quanto às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos da área do euro implicam um nível médio de 0.9% em 2016, 1.1% em 2017 e 1.4% em 2018². 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 apresentem uma ligeira descida em 2016, permaneçam globalmente inalteradas em 2017 e registem uma subida modesta em 2018. No que respeita aos preços das matérias-primas, com

² O pressuposto relativo às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos da área do euro tem por base a média ponderada das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos de referência dos países, ponderada em função dos valores anuais do PIB e alargada pela trajetória a prazo obtida a partir da taxa de 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 dos países e a média da área do euro correspondente, pressupõe-se que se mantenham constantes durante o horizonte de projeção.

base na trajetória implícita nos mercados de futuros a partir da média da quinzena finda na data de fecho da informação de 10 de maio, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent desça de USD 52.4 em 2015 para USD 43.4 em 2016, subindo depois para USD 49.1 em 2017 e USD 51.3 em 2018, sendo, assim, cerca de USD 8 mais elevado em 2016 e 2017 e cerca de USD 6 mais elevado em 2018 do que nas projeções de março. 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 2018³. Em relação às taxas de câmbio bilaterais, parte-se do pressuposto de que, durante o horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevalentes no período de duas semanas findo na data de fecho da informação de 10 de maio. Tal implica uma taxa de câmbio média USD/EUR de 1.13 em 2016 e de 1.14 em 2017 e 2018, o que compara com os valores de 1.11 em 2016 e 1.12 em 2017 e 2018, indicados nas projeções de março. Parte-se do pressuposto de que, ao longo do horizonte de projeção, a taxa de câmbio efetiva do euro (face a 38 parceiros comerciais) seja 0.6% mais fraca do que o pressuposto no exercício de projeção de março.

O rácio de poupança deverá registar uma descida até meados de 2017 e depois manter-se globalmente inalterado.

A transmissão gradual dos ganhos em termos de rendimento real relacionados com os preços do petróleo deverá continuar a apoiar ligeiramente o rácio de poupança em 2016, desvanecendo-se em 2017. Segundo as projeções, o rácio de poupança deverá então estagnar no restante horizonte de projeção, refletindo fatores opostos. Em geral, a descida do desemprego, a melhoria das condições de crédito e as taxas de juro baixas apontam para uma diminuição do rácio de poupança, o que, em alguns países, deverá, porém, ser compensado pelas necessidades de desalavancagem da dívida, provocando um aumento do mesmo.

O investimento residencial na área do euro deverá registar uma recuperação modesta.

Espera-se que a projetada aceleração do rendimento disponível nominal e as taxas hipotecárias muito baixas apoiem uma retoma sustentada do investimento residencial. Além disso, os processos de ajustamento nos mercados da habitação em muitos países chegaram aparentemente ao fim e os preços da habitação já atingiram os seus níveis mínimos. Contudo, é provável que o desemprego elevado e os níveis altos da dívida das famílias em alguns países, bem como uma evolução demográfica adversa obstem a um aumento mais forte do investimento residencial.

A retoma do investimento empresarial deverá persistir. Projeta-se que as despesas de capital sejam apoiadas por diversos fatores, nomeadamente a orientação muito acomodaticia da política monetária, reforçada pelas recentes

³ Os pressupostos referentes aos preços do petróleo e das matérias-primas alimentares baseiam-se nos preços dos futuros até ao final do horizonte de projeção. No tocante aos preços de outras matérias-primas não energéticas e não alimentares, pressupõe-se que sigam os futuros até ao segundo trimestre de 2017, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial.

medidas adotadas pelo BCE, o projetado fortalecimento da procura interna e externa, a necessidade de modernizar o *stock* de capital após vários anos de investimento fraco, o custo reduzido e a ampla disponibilização de financiamento externo, medidas orçamentais em alguns países e um robustecimento das margens de lucro, no contexto de um setor das sociedades não financeiras já caracterizado por uma liquidez elevada. Acresce que 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 enfraquecida pela rigidez dos mercados do produto e de trabalho, por expectativas de um crescimento do produto potencial mais fraco do que no passado e por uma incerteza geopolítica acrescida.

Projeta-se que as exportações extra-área do euro aumentem a par da procura externa da área do euro. De acordo com as projeções, a procura externa deverá ganhar dinamismo de forma gradual, a partir do segundo semestre de 2016, face a uma atividade mundial mais forte, mas o seu crescimento deverá permanecer muito abaixo do observado antes da crise (ver a caixa 2). As quotas de mercado das exportações extra-área do euro deverão manter-se globalmente inalteradas ao longo do horizonte de projeção, na sequência dos recentes aumentos. As importações extra-área do euro deverão registar um crescimento em conformidade com a sua elasticidade histórica em relação à procura total, embora continuem a apresentar um crescimento mais rápido do que as exportações e impliquem uma contribuição do comércio líquido para o crescimento negativa em 2016 e neutra posteriormente. Espera-se que o excedente da balança corrente diminua um pouco, passando de 3.2% do PIB em 2015 para 2.8% em 2018.

Caixa 2

Enquadramento internacional

A atividade económica mundial deverá registar um fortalecimento gradual, impulsionada pelas perspetivas de um crescimento ainda resiliente na maioria das economias avançadas e pelo abrandamento progressivo das profundas recessões observadas em algumas economias emergentes de grande dimensão. As condições de financiamento favoráveis e a melhoria das condições no mercado de trabalho deverão apoiar as perspetivas para as economias avançadas. É provável que a desaceleração gradual da economia chinesa pese sobre o crescimento em outras economias emergentes, em particular na Ásia. Não obstante a recente subida dos preços das matérias-primas atenuar algumas das pressões mais intensas, os exportadores de matérias-primas prosseguirão o respetivo ajustamento a preços das matérias-primas baixos. Além disso, apesar da recente retoma dos mercados financeiros, as economias emergentes enfrentam condições de financiamento externo mais restritivas, em parte associadas à normalização da política monetária nos Estados Unidos. A incerteza política e as tensões geopolíticas também estão a pesar sobre a procura em alguns países.

O comércio mundial (excluindo a área do euro) voltou a apresentar um crescimento positivo no segundo semestre de 2015, após uma acentuada fragilidade no primeiro semestre.

No curto prazo, as importações mundiais continuam a ser afetadas pela fraqueza em algumas economias emergentes, em particular no Brasil e na Rússia. Subsequentemente, espera-se que o comércio internacional registre um fortalecimento gradual, em consonância com a recuperação da atividade mundial. O pressuposto subjacente à projeção continua a ser de que a elasticidade de médio prazo do comércio ao crescimento mundial é de cerca de 1, ou seja, significativamente inferior aos níveis pré-crise. De um modo geral, espera-se que a procura externa da área do euro aumente de 0.6% em 2015 para 2.0% em 2016, 3.5% em 2017 e 4.0% em 2018.

Em comparação com as projeções de março de 2016, a atividade mundial e a procura externa da área do euro foram revistas em baixa.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Junho de 2016				Março de 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.1	3.1	3.7	3.8	3.1	3.2	3.8	3.9
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	0.7	1.8	3.5	4.0	0.7	2.2	3.8	4.1
Procura externa da área do euro ²⁾	0.6	2.0	3.5	4.0	0.4	2.2	3.8	4.1

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

Globalmente, o crescimento real do PIB deverá aumentar 1.6% em 2016 e 1.7% em 2017 e 2018.

O desvio negativo do produto deverá registar um estreitamento constante ao longo do horizonte de projeção, refletindo apenas um crescimento moderado do produto potencial. Estima-se que o crescimento do produto potencial aumente durante o horizonte de projeção, mas permaneça muito abaixo da taxa de cerca de 1.7% anterior à crise. O fraco dinamismo do produto potencial reflete sobretudo um contributo bastante reduzido do capital, na sequência de um período prolongado de crescimento modesto do investimento. Segundo as projeções, o contributo da mão de obra deverá melhorar no decurso do horizonte, espelhando a crescente população em idade ativa, no contexto de uma participação da população ativa cada vez maior, devido, em parte, a algumas reformas estruturais e refletindo também os níveis de imigração atuais.

As condições no mercado de trabalho da área do euro deverão continuar a melhorar ao longo do horizonte de projeção e um pouco mais rapidamente do que antes esperado. Projeta-se que o emprego continue a aumentar durante o horizonte de projeção. A população ativa deverá registar uma forte expansão em 2016 e 2017, refletindo, em parte, o afluxo de refugiados e o efeito do trabalhador incentivado. No tocante à taxa de desemprego, espera-se que diminua, mas permaneça num nível historicamente elevado. A evolução ao nível do emprego

implica um aumento do crescimento da produtividade do trabalho de 0.6% em 2015 para 0.9% em 2018, em conformidade com o seu padrão pró-cíclico normal.

Em comparação com as projeções de março de 2016, as perspetivas para o crescimento real do PIB em 2016 foram revistas em sentido ascendente.

A revisão em alta em 2016 reflete, em parte, um efeito de transmissão mais positivo relacionado com revisões de dados históricos, bem como com um crescimento mais forte do que o esperado no primeiro trimestre do ano e uma redução da incerteza relacionada com a diminuição da volatilidade nos mercados financeiros.

Numa análise para além do curto prazo, as perspetivas de crescimento mantêm-se globalmente inalteradas, ocultando o impacto em sentido descendente de preços do petróleo mais elevados e de uma procura externa mais fraca, o qual é compensado, em grande medida, pelos efeitos favoráveis das medidas de política monetária de março de 2016.

3

Preços e custos

A evolução recente da inflação medida pelo IHPC foi moldada pelos preços baixos dos produtos energéticos e pelas tendências modestas da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. A inflação medida pelo IHPC situou-se em -0.1% em maio de 2016, refletindo uma taxa de -8.1% na componente de preços dos produtos energéticos e de 0.8% no IHPC excluindo preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos.

Ao longo do horizonte de projeção, espera-se que as pressões externas sobre os preços aumentem, contribuindo significativamente para uma subida da inflação global. Efeitos de base em sentido ascendente, relacionados com os preços do petróleo, sobre a inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC e os pressupostos novos aumentos incorporados nos preços dos futuros do petróleo deverão ser responsáveis por uma parte significativa da subida da inflação global entre 2016 e 2017. Espera-se também uma continuação da repercussão das pressões em sentido ascendente sobre a inflação global decorrentes da anterior depreciação substancial da taxa de câmbio do euro a partir de meados de 2014. A inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares deverá aumentar gradualmente ao longo do horizonte de projeção, à medida que as condições no mercado de trabalho forem melhorando e a recuperação económica for ganhando força, apoiada pelas medidas de política monetária do BCE.

O crescimento dos salários é moderado, mas projeta-se que registre um ligeiro fortalecimento face ao aumento gradual da restritividade das condições no mercado de trabalho. O crescimento dos salários está a ser travado pelo desemprego elevado, pelo crescimento reduzido da produtividade, por processos de ajustamento nos vários países para restaurar a competitividade e por uma maior flexibilidade salarial na sequência das reformas estruturais implementadas no

mercado de trabalho durante a crise. Neste aspeto, os efeitos a nível da composição deverão continuar a travar o crescimento dos salários em termos agregados, na medida em que os novos postos de trabalho são aparentemente criados sobretudo em setores com uma produtividade do trabalho relativamente baixa e, portanto, com níveis salariais mais baixos. De um modo geral, espera-se que o crescimento da remuneração por trabalhador aumente gradualmente de, em média, 1.3% em 2016 para 1.8% em 2017 e 2.2% em 2018.

As margens de lucro deverão beneficiar da recuperação económica em curso.

Espera-se que as novas melhorias previstas ao nível da procura reforcem o poder de fixação de preços das empresas e, por conseguinte, as margens de lucro. As margens de lucro beneficiaram recentemente de ganhos excecionais decorrentes dos preços do petróleo mais baixos, mas espera-se que este efeito se desvaneça no curto prazo, em consonância com os novos aumentos dos preços do petróleo recentemente observados e pressupostos, tal como indicado pela curva de preços dos futuros do petróleo. Além disso, os previstos aumentos do crescimento dos custos unitários do trabalho ao longo do horizonte de projeção deverão exercer um impacto atenuante nas margens de lucro, especialmente em 2018.

Em comparação com as projeções de março, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas ligeiramente em alta no que se refere a 2016 e permaneceram, em geral, inalteradas no tocante a 2017 e 2018. Revisões em alta da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC relacionadas com alterações dos pressupostos relativos aos preços do petróleo excedem ligeiramente as revisões em baixa das componentes não energéticas do IHPC em 2016. Em relação a 2017 e 2018, revisões em sentido ascendente das componentes de preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares foram praticamente compensadas por revisões em baixa da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos.

4 Perspetivas orçamentais

A orientação orçamental deverá proporcionar um pequeno contributo positivo para a procura em 2016 e, em geral, tornar-se neutra em 2017 e 2018.

A orientação orçamental é medida com base na variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. A orientação orçamental expansionista em 2016 decorre principalmente de cortes nos impostos diretos e nas contribuições para a segurança social em alguns países e de despesas mais elevadas relacionadas com o afluxo de refugiados.

Ao longo do horizonte de projeção, projeta-se que tanto o rácio do défice como o rácio da dívida pública apresentem uma trajetória descendente.

A redução do défice em 2016 resulta de uma diminuição dos pagamentos de juros e da melhoria da componente cíclica, que são, em parte, compensadas por uma menor restritividade da orientação de política orçamental. Em 2017 e 2018, é provável que o efeito positivo de pagamentos de juros mais baixos seja reforçado

por uma melhoria do saldo primário decorrente sobretudo de uma evolução cíclica benéfica. No período de 2016 a 2018, espera-se que a redução gradual da dívida pública seja apoiada principalmente pelo diferencial favorável entre crescimento e taxa de juro, à luz da projetada recuperação económica e das pressupostas taxas de juro baixas. É igualmente provável que os pequenos excedentes primários tenham um impacto benigno na trajetória da dívida.

As perspetivas orçamentais são mais favoráveis, em comparação com as projeções publicadas em março. O saldo orçamental das administrações públicas foi revisto em alta ao longo do horizonte de projeção, devido ao pressuposto crescimento menos dinâmico do consumo público, incluindo a remuneração dos funcionários públicos, face a um crescimento do PIB nominal globalmente inalterado em 2017 e 2018. Espera-se ainda que o rácio da dívida em relação ao PIB seja mais baixo durante o horizonte de projeção, refletindo excedentes primários mais elevados e, particularmente em 2016, um diferencial entre crescimento e taxa de juro mais favorável, resultante da revisão em alta do crescimento do PIB nominal.

Quadro 1

Projeções macroeconómicas para a área do euro¹⁾

(variação anual, em percentagem)

	Junho de 2016				Março de 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB real ¹⁾	1.6	1.6	1.7	1.7	1.5	1.4	1.7	1.8
		[1.3 – 1.9] ²⁾	[0.7 – 2.7] ²⁾	[0.5 – 2.9] ²⁾		[1.0 – 1.8] ²⁾	[0.7 – 2.7] ²⁾	[0.6 – 3.0] ²⁾
Consumo privado	1.7	1.9	1.7	1.5	1.6	1.9	1.8	1.6
Consumo público	1.3	1.5	0.8	0.9	1.4	1.5	1.1	1.2
Formação bruta de capital fixo	2.7	3.2	3.4	3.3	2.5	2.7	3.6	3.3
Exportações ³⁾	5.2	3.2	4.2	4.4	4.8	3.0	4.3	4.6
Importações ³⁾	6.0	4.7	4.7	4.8	5.4	4.6	5.3	5.1
Emprego	1.0	1.1	0.9	0.9	1.1	0.9	0.8	0.9
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	10.9	10.2	9.9	9.5	10.9	10.4	10.2	9.9
IHPC	0.0	0.2	1.3	1.6	0.0	0.1	1.3	1.6
		[0.1 – 0.3] ²⁾	[0.6 – 2.0] ²⁾	[0.7 – 2.5] ²⁾		[-0.2 – 0.4] ²⁾	[0.6 – 2.0] ²⁾	[0.8 – 2.4] ²⁾
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	0.9	0.9	1.2	1.6	0.9	1.1	1.3	1.5
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	0.8	1.0	1.2	1.5	0.8	1.1	1.3	1.6
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos ³⁾	0.8	0.9	1.2	1.5	0.8	1.1	1.3	1.6
Custos unitários do trabalho	0.8	0.8	1.0	1.3	0.9	1.1	0.9	1.2
Remuneração por trabalhador	1.3	1.3	1.8	2.2	1.3	1.5	1.9	2.1
Produtividade do trabalho	0.6	0.5	0.8	0.9	0.4	0.4	0.9	0.9
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-2.1	-1.9	-1.7	-1.4	-2.1	-2.1	-2.1	-2.0
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) ⁵⁾	-1.6	-1.9	-1.8	-1.6	-1.7	-2.1	-2.2	-2.1
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	90.7	90.0	89.0	87.4	91.1	90.8	90.0	89.2
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	3.2	2.9	2.8	2.8	3.0	3.0	2.6	2.5

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 3

Análise de sensibilidade

As projeções assentam fortemente em pressupostos técnicos acerca da evolução de determinadas variáveis fundamentais. Dado que algumas dessas variáveis podem ter um impacto considerável nas projeções para a área do euro, examinar a sensibilidade destas últimas

no que respeita a trajetórias alternativas desses pressupostos implícitos pode ajudar na análise dos riscos em torno das projeções. Na presente caixa, é abordada a incerteza quanto a alguns pressupostos subjacentes importantes e a sensibilidade das projeções a essas variáveis.

1) Trajetória alternativa dos preços do petróleo

Modelos alternativos dos preços do petróleo apontam para o risco de uma subida dos preços do petróleo ao longo do horizonte de projeção um pouco 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 USD 52 por barril no final de 2018. Esta trajetória é coerente com uma recuperação moderada da procura mundial de petróleo, um cenário possivelmente associado a um fortalecimento da recuperação da economia mundial e a uma ligeira diminuição da oferta de petróleo. Uma combinação dos modelos alternativos utilizados pelos especialistas do Eurosistema⁴ para projetar os preços do petróleo no horizonte de projeção sugere atualmente preços do petróleo mais elevados em 2017 e 2018 do que o considerado nos pressupostos técnicos. Tal poderia ocorrer em resultado de uma retoma mais forte da procura mundial de petróleo, devido a uma recuperação mais acentuada do que o esperado da atividade mundial e/ou a uma redução mais forte da oferta de petróleo, em virtude de um menor investimento no setor petrolífero, e, por conseguinte, a uma diminuição da capacidade de exploração de petróleo em alguns países produtores de petróleo. A concretização de uma trajetória alternativa, na qual os preços do petróleo seriam 10% mais altos do que na projeção de referência até 2018, atenuaria ligeiramente o crescimento real do PIB e implicaria uma subida um pouco mais rápida da inflação medida pelo IHPC (aumentando esta cerca de 0.1 pontos percentuais em 2017 e 0.2 pontos percentuais em 2018).

2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

Esta análise de sensibilidade investiga 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, o reforço da orientação acomodatória da política monetária na área do euro, bem como o aumento da taxa dos fundos federais nos Estados Unidos mais cedo do que o esperado poderão exercer uma pressão em baixa adicional sobre o euro. 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 10 de maio de 2016. Comporta uma depreciação gradual do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a taxa de câmbio USD/EUR a ser de 1.04 em 2018, valor que é 8.8% 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

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

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, atingindo a taxa de câmbio efetiva do euro um nível 4.6% mais baixo do que a projeção de referência em 2018. Neste cenário, a média dos resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados por especialistas aponta para um maior crescimento real do PIB (subindo este 0.1 a 0.2 pontos percentuais) e para uma inflação medida pelo IHPC mais elevada (aumentando esta 0.1 a 0.3 pontos percentuais) em 2016, 2017 e 2018.

Caixa 4

Previsões de outras instituições

Estão disponíveis várias previsões para a área do euro elaboradas por organizações internacionais e instituições do setor privado. No entanto, 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 abaixo). Como assinalado no quadro, a maioria das previsões atualmente disponíveis de outras instituições apresenta valores semelhantes ou um pouco inferiores para o crescimento real do PIB ao longo do horizonte de projeção, ao passo que, no que respeita à inflação, são apresentadas perspetivas idênticas ou ligeiramente superiores. As projeções para o crescimento real do PIB e a inflação medida pelo IHPC não diferem muito das previsões pontuais contidas nas projeções de junho dos especialistas do Eurosistema e estão perfeitamente dentro dos intervalos (apresentados entre parêntesis retos no quadro) em torno destas projeções.

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	Junho de 2016	1.6	1.7	1.7	0.2	1.3	1.6
		[1.3 – 1.9]	[0.7 – 2.7]	[0.5 – 2.9]	[0.1 – 0.3]	[0.6 – 2.0]	[0.7 – 2.5]
Comissão Europeia	Mai de 2016	1.6	1.8	-	0.2	1.4	-
Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Junho de 2016	1.6	1.7	-	0.2	1.2	-
Barómetro da Zona Euro	Mai de 2016	1.6	1.7	1.6	0.3	1.4	1.7
Previsões da Consensus Economics	Mai de 2016	1.6	1.6	1.6	0.2	1.3	1.6
Inquérito a Analistas Profissionais	Abril de 2016	1.5	1.6	1.7	0.3	1.3	1.6
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Abril de 2016	1.5	1.6	1.6	0.4	1.1	1.3

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

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, 2016

Endereço postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemanha

Telefone: +49 69 1344 0 6215

Internet: www.ecb.europa.eu

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