



Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2016¹

A recuperação económica na área do euro deverá prosseguir, embora com taxas de crescimento ligeiramente mais baixas do que o previsto nas projeções de junho de 2016. Projeta-se que o crescimento das exportações da área do euro seja atenuado por uma revisão em baixa substancial da procura externa, relacionada sobretudo com uma procura de importações muito mais fraca no Reino Unido, na sequência do referendo sobre a permanência do país na União Europeia. Contudo, até à data, os resultados do referendo tiveram pouco impacto nos indicadores do sentimento e da incerteza na área do euro, deixando as perspetivas de recuperação, em grande medida, intactas. Ao longo do horizonte de projeção, a orientação acomodatória da política monetária, os preços do petróleo ainda relativamente baixos, a melhoria das condições do mercado de trabalho e os progressos na desalavancagem alcançados em todos os setores deverão apoiar o crescimento da procura interna, num contexto de recuperação gradual a nível mundial. Em termos anuais, o produto interno bruto (PIB) real deverá apresentar uma taxa de crescimento de 1.7% em 2016 e de 1.6% em 2017 e 2018.

Espera-se que a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) se situe, em média, em 0.2% em 2016, sendo fortemente atenuada por um contributo negativo da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC relacionado com a anterior queda acentuada dos preços do petróleo. Com o desvanecimento deste efeito no início de 2017, a inflação medida pelo IHPC deverá aumentar consideravelmente, situando-se em 1.2% nesse ano. A recuperação económica em curso e a diminuição da margem disponível deverão contribuir para a subida da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos

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. 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 11 de agosto de 2016 (ver a caixa 2). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício foi 18 de agosto de 2016, excetuando a informação relativa à Alemanha e à Espanha, países para os quais foram incluídos dados sobre o PIB publicados, respetivamente, em 24 e 25 de agosto.

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*.

produtos energéticos e dos produtos alimentares ao longo do horizonte de projeção, o que deverá apoiar um novo aumento da inflação global para 1.6%, em 2018.

1 Economia real

Espera-se que a retoma da atividade na área do euro prossiga. O PIB da área do euro em 2015 foi revisto particularmente em sentido ascendente, devido a uma considerável revisão em alta do PIB irlandês, a qual, por seu turno, espelhou sobretudo uma reestruturação de grandes empresas multinacionais que levou a um forte aumento do nível de capital fixo na Irlanda. A revisão implica uma mudança de nível nos valores do PIB, mas não reflete um dinamismo de crescimento subjacente, mais forte nem na área do euro nem na economia irlandesa. De acordo com a estimativa mais recente do Eurostat, o crescimento real do PIB no segundo trimestre de 2016 registou uma normalização, tendo descido para 0.3%, face a 0.5% no primeiro trimestre, com o desvanecimento do efeito favorável de alguns fatores temporários. Não obstante os resultados do referendo no Reino Unido, o sentimento das empresas e dos consumidores na área do euro permaneceu bastante resiliente e os indicadores da volatilidade dos mercados financeiros e da incerteza macroeconómica geral mantiveram-se baixos (ver a caixa 1). Estes indicadores apontam para um crescimento económico sustentado no curto prazo.

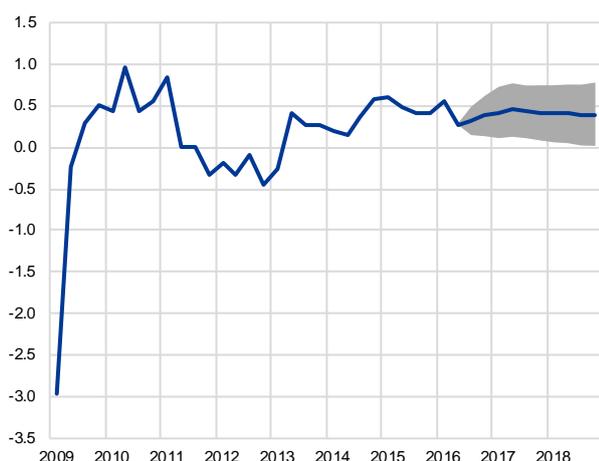
Gráfico 1

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.

Em termos anuais, o PIB real deverá apresentar uma taxa de crescimento de 1.7% em 2016 e de 1.6% em 2017 e 2018. A procura interna resiliente deverá continuar a ser o pilar do crescimento real do PIB, sendo apoiada nomeadamente pela orientação acomodatória da política monetária do BCE e por políticas orçamentais favoráveis em 2016. Projeta-se que o crescimento das exportações ganhe algum dinamismo em virtude da esperada recuperação gradual a nível mundial, mas seja inferior ao crescimento das importações, devendo a contribuição negativa do comércio líquido desaparecer progressivamente no decurso do horizonte de projeção.

Caixa 1

Impacto dos resultados do referendo sobre a permanência do Reino Unido na União Europeia nas perspetivas económicas da área do euro

O impacto da decisão do Reino Unido de abandonar a União Europeia deverá afetar negativamente a economia da área do euro, sobretudo através das ligações comerciais, dado que as perspetivas para a economia do Reino Unido foram significativamente revistas em sentido descendente.

O atual cenário de base para o Reino Unido assenta num aumento prolongado da incerteza, que pesa sobre a atividade económica. Espera-se que o crescimento do PIB no Reino Unido abrande manifestamente no segundo semestre de 2016 e em 2017.

O abrandamento do crescimento do PIB no Reino Unido deverá ser impulsionado por uma redução marcada do investimento e pelo crescimento mais lento do consumo privado. Partiu-se do pressuposto de que a incerteza relacionada com os resultados das negociações sobre o comércio exercerá um peso adicional sobre as variáveis do comércio, uma vez que as empresas poderão estar relutantes em estabelecer novos acordos comerciais de mais longo prazo, enquanto não houver clareza quanto às futuras relações entre o Reino Unido e a União Europeia.

Por conseguinte, e refletindo também a taxa de câmbio mais fraca da libra esterlina, as importações do Reino Unido foram revistas substancialmente em baixa no horizonte de projeção, em comparação com as projeções de junho de 2016. O crescimento das exportações do Reino Unido foi também revisto em sentido descendente, mas em menor grau, visto esperar-se que seja parcialmente apoiado pela depreciação da libra em termos efetivos. Prevê-se que a atividade económica no Reino Unido recupere ligeiramente em 2018, graças a uma política monetária expansionista.

A atividade da área do euro deverá ser afetada negativamente sobretudo através de exportações mais baixas. Tendo em conta também as repercussões a nível mundial, a saída do Reino Unido da União Europeia terá um efeito em sentido descendente considerável – cumulativamente de cerca de 1.3 pontos percentuais – sobre a procura externa da área do euro durante o horizonte de projeção. O impacto adverso da redução da procura externa no crescimento real do PIB varia entre os países da área do euro, refletindo diferenças em termos de ligações comerciais com o Reino Unido. Para além destes efeitos no comércio, existem efeitos cambiais específicos por país relacionados com a saída do Reino Unido da União Europeia, decorrentes da forte depreciação da libra esterlina face ao euro na sequência do referendo no Reino Unido. Todavia, para todos os países da área do euro, à exceção da Irlanda, a apreciação do euro face à libra foi mais do que compensada pela depreciação, em termos efetivos, do euro em relação a outras moedas importantes. Além disso, desde o referendo, verificaram-se revisões em baixa

significativas das taxas de juro de longo prazo, o que pode refletir alterações nas expectativas quanto à política monetária futura na área do euro e a nível mundial. Estes dois fatores atenuam o impacto adverso da saída do Reino Unido da União Europeia nas perspetivas de crescimento da área do euro.

A projeção para o crescimento da área do euro também inclui efeitos descendentes

adicionais específicos por país, os quais se referem, por exemplo, a efeitos adversos sobre a confiança em alguns países com uma relação estreita com o Reino Unido, bem como ao enfraquecimento do turismo e a uma evolução negativa do mercado imobiliário em determinados países. Além disso, como a revisão em baixa das perspetivas de crescimento no Reino Unido decorre sobretudo de uma evolução muito menor do investimento, tal afetará de forma desproporcionada os parceiros comerciais que fornecem bens de capital ao Reino Unido.

As projeções para a área do euro comportam riscos significativos em sentido descendente

relacionados com a saída do Reino Unido da União Europeia. As negociações entre o Reino Unido e a União Europeia podem revelar-se mais difíceis do que o esperado, o que poderá exercer um peso adicional sobre as perspetivas para o comércio. A persistência da incerteza poderá ainda conduzir a uma deterioração da confiança e a uma menor atividade económica no horizonte de projeção. Uma procura mais baixa de habitação no estrangeiro pelo Reino Unido poderá também afetar negativamente a evolução do investimento residencial em certas economias da área do euro. Entretanto, podem ser identificados riscos em sentido ascendente em alguns países da área do euro, relacionados com a realocização de serviços financeiros ou fluxos de investimento direto estrangeiro no Reino Unido, que passam, ao invés, a ser investidos nos países de origem ou em outros países da área do euro.

Projeta-se que as despesas de consumo privado registem um crescimento forte em 2016 e permaneçam resilientes subsequentemente. A confiança dos consumidores mantém-se muito acima das médias históricas, sugerindo uma continuação do crescimento do consumo privado no segundo semestre de 2016. As perspetivas para o crescimento do rendimento disponível nominal permanecem positivas, dado que o crescimento continuado do emprego é acompanhado por um ligeiro reforço da taxa de crescimento da remuneração por trabalhador. Outros rendimentos pessoais deverão contribuir positivamente para o crescimento do rendimento disponível nominal, no geral em conformidade com a evolução dos lucros. Espera-se que o ritmo de crescimento do rendimento disponível real acelere em 2016, perdendo dinamismo em 2017 e posteriormente, refletindo sobretudo o padrão da inflação dos preços dos produtos energéticos. A melhoria das condições de financiamento bancário, potenciada pelas medidas de política monetária do BCE, deverá apoiar o crescimento do consumo privado. Embora tenham afetado as receitas de juros e os pagamentos de juros das famílias aproximadamente no mesmo montante – deixando, em grande medida, inalterado o rendimento de juros líquido das famílias da área do euro –, as taxas de juro mais baixas redistribuem recursos de aforradores líquidos para mutuários líquidos. Considerando que os mutuários líquidos, regra geral, têm maior propensão marginal para consumir, esta redistribuição de receitas/pagamentos de juros deverá proporcionar um apoio

adicional ao consumo agregado. 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 se situe, em média, em 1.7% em 2016, 1.6% em 2017 e 1.5% em 2018.

O rácio de poupança deverá registar uma descida até meados de 2017 e manter-se depois inalterado. Estima-se que se tenha verificado um ligeiro aumento do rácio de poupança no segundo semestre de 2015 e novamente no primeiro semestre de 2016, refletindo uma transmissão parcial e progressiva, às despesas de consumo, dos ganhos em termos de rendimento real relacionados com os preços do petróleo. Este impacto em sentido ascendente no rácio de poupança deverá ser temporário e o seu desaparecimento gradual implica uma diminuição do rácio entre o final de 2016 e meados de 2017, projetando-se que no resto do horizonte de projeção estagne, espelhando diversos fatores opostos. Ainda que a descida do desemprego, a melhoria das condições de crédito e as taxas de juro baixas sugiram uma diminuição do rácio de poupança em alguns países, é provável que as necessidades de desendividamento aumentem o rácio em alguns países vulneráveis.

Caixa 2

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

Em comparação com as projeções de junho, as alterações em termos de pressupostos técnicos incluem preços do petróleo denominados em dólares dos Estados Unidos ligeiramente mais baixos, uma pequena depreciação da taxa de câmbio efetiva do euro e taxas de juro do mercado monetário de longo prazo significativamente mais reduzidas.

Pressupostos técnicos

	Setembro de 2016				Junho de 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	0.0	-0.3	-0.4	-0.4	0.0	-0.3	-0.3	-0.3
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	1.2	0.7	0.6	0.8	1.2	0.9	1.1	1.4
Preço do petróleo (USD/barril)	52.4	42.8	47.4	50.6	52.4	43.4	49.1	51.3
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-19.9	-3.0	5.3	4.2	-19.9	-3.3	4.3	4.6
Taxa de câmbio USD/EUR	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.13	1.14	1.14
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem)	-7.1	3.6	-0.1	0.0	-7.1	4.2	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 11 de agosto 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 e -0.4%

para 2017 e 2018. As expectativas do mercado quanto às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos na área do euro implicam um nível médio de 0.7% em 2016, 0.6% em 2017 e 0.8% 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 desçam um pouco em 2016, registem nova diminuição em 2017 e aumentem ligeiramente em 2018. No que respeita aos preços das matérias-primas, com base na trajetória implícita nos mercados de futuros a partir da média da quinzena finda na data de fecho da informação de 11 de agosto, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent desça de USD 52.4 em 2015 para USD 42.8 em 2016, subindo depois para USD 47.4 em 2017 e USD 50.6 em 2018, sendo assim, em média, cerca de USD 1 mais baixo ao longo do horizonte de projeção do que nas projeções de junho. 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 prevaletentes no período de duas semanas findo na data de fecho da informação de 11 de agosto. Tal implica uma taxa de câmbio média USD/EUR de 1.11 ao longo do horizonte de projeção, o que compara com USD 1.14 nas projeções de junho. Apesar da forte depreciação da libra esterlina em relação ao euro após o referendo no Reino Unido, a taxa de câmbio efetiva do euro (face a 38 parceiros comerciais) é 0.5% mais fraca em 2016 e 0.9% mais baixa em 2017 e 2018 do que o pressuposto no exercício de projeção de junho.

O investimento residencial na área do euro deverá registar uma recuperação modesta. Espera-se que a projetada aceleração do crescimento do rendimento disponível nominal e as taxas hipotecárias muito baixas apoiem uma retoma sustentada do investimento residencial. Tal é igualmente evidenciado 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 chegaram, aparentemente, ao fim e os preços da habitação começaram a subir. Contudo, o desemprego elevado e os níveis altos de dívida das famílias em alguns países, bem como uma evolução demográfica adversa, atenuam o aumento do investimento residencial.

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 por país e a média da área do euro correspondente, pressupõe-se que se mantenham constantes durante o horizonte de projeção.

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 terceiro trimestre de 2017, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial.

A retoma do investimento empresarial deverá persistir. Espera-se que diversos fatores apoiem a recuperação do investimento: a confiança continua a melhorar em resultado das expectativas favoráveis quanto à produção e de uma inflexão nas expectativas relativas aos preços de venda; a utilização da capacidade produtiva aumentou para além da sua média de longo prazo; as condições de financiamento e de concessão de empréstimos bancários registaram uma melhoria considerável, apoiadas pelas medidas de política monetária não convencionais do BCE; a procura interna deverá permanecer 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 fortalecimento, 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 ainda travada pela rigidez dos mercados do produto e de trabalho e por expectativas de um crescimento mais fraco do produto potencial do que no passado.

As exportações extra-área do euro são significativamente afetadas de forma negativa pela revisão em baixa da procura externa da área do euro, relacionada, em grande medida, com as perspetivas mais fracas para o Reino Unido. Espera-se que a procura externa apresente somente um dinamismo modesto a partir de meados de 2016, em consonância com a recuperação da atividade mundial, impulsionada sobretudo pelas economias emergentes. Todavia, as projetadas taxas de crescimento da procura externa permanecerão muito abaixo das observadas antes da crise. O resultante impacto adverso nas exportações extra-área do euro é apenas parcialmente mitigado pelo efeito favorável da taxa de câmbio efetiva do euro mais fraca. No conjunto, as exportações extra-área do euro deverão registar apenas um dinamismo modesto a partir do segundo semestre de 2016. Espera-se que as quotas de mercado das exportações aumentem ligeiramente no curto prazo, em resultado da taxa de câmbio mais fraca do euro, e que estagnem subsequentemente. O crescimento das importações extra-área do euro deverá permanecer relativamente comedido ao longo do horizonte de projeção. As importações deverão registar um crescimento em conformidade com a sua elasticidade histórica em relação à procura total, ainda que continuem a apresentar um crescimento um pouco mais rápido do que as exportações. Por conseguinte, espera-se que o excedente da balança corrente diminua para 3.3% em 2018.

Caixa 3

Enquadramento internacional

A atividade económica mundial deverá registar um fortalecimento gradual. A saída do Reino Unido da União Europeia marca a concretização dos riscos em sentido descendente que pesam sobre as perspetivas já fracas para a economia mundial. Não obstante a volatilidade dos mercados financeiros mundiais após o referendo no Reino Unido ter sido de curta duração, sendo contida,

em parte, pelas expectativas de maior acomodação da política monetária, as perspectivas no Reino Unido deterioraram-se, o que pesa sobre a procura mundial. Além disso, apesar dos sinais preliminares de que a atividade nas economias emergentes de grande dimensão exportadoras de matérias-primas terá já atingido os valores mínimos, os indicadores mundiais tinham apontado para um crescimento mundial modesto antes mesmo do referendo no Reino Unido. Numa análise prospetiva, espera-se que a recuperação continue a ser muito gradual. As políticas acomodáticas deverão apoiar as perspectivas de crescimento nas economias avançadas, ao passo que o abrandamento progressivo das profundas recessões nas economias emergentes de grande dimensão – em particular, na Rússia e no Brasil – deverá impulsionar o crescimento mundial, compensando o abrandamento estrutural na China.

O comércio mundial mantém-se fraco. Fatores adversos cíclicos nas economias emergentes, em especial nas exportadoras de matérias-primas, onde o investimento registou uma contração, pesaram sobre o comércio mundial nos últimos trimestres. Com o desaparecimento gradual destes choques, as importações mundiais deverão registar uma recuperação modesta nos próximos trimestres. No médio prazo, as projeções partem do pressuposto de uma elasticidade do comércio mundial em relação ao crescimento mundial de cerca de 1, ou seja, significativamente inferior aos níveis pré-crise. Espera-se que a procura externa da área do euro aumente de 1.6% em 2016 para 2.6% em 2017 e 3.5% em 2018.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Setembro de 2016				Junho de 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.2	3.0	3.5	3.7	3.1	3.1	3.7	3.8
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	0.7	0.9	2.8	3.7	0.7	1.8	3.5	4.0
Procura externa da área do euro ²⁾	0.6	1.6	2.6	3.5	0.6	2.0	3.5	4.0

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

Em comparação com as projeções de junho de 2016, a atividade mundial e a procura externa da área do euro foram revistas em baixa. As revisões em sentido descendente da procura externa da área do euro de 0.4, 0.9 e 0.5 pontos percentuais em, respetivamente, 2016, 2017 e 2018, refletem sobretudo expectativas de um crescimento mais fraco das importações do Reino Unido e as repercussões mundiais associadas.

O desvio negativo do produto na área do euro deverá registar um estreitamento constante ao longo do horizonte de projeção, refletindo um crescimento apenas moderado do produto potencial. Estima-se que o crescimento do produto potencial aumente durante o horizonte de projeção, mas permaneça muito abaixo da sua taxa, de cerca de 1.7%, anterior à crise. O pouco dinamismo do produto potencial reflete principalmente um contributo bastante reduzido do capital, na sequência de um período prolongado de investimento muito fraco. Projeta-se que o contributo da mão de obra melhore no decurso do horizonte de projeção, espelhando a crescente população em idade ativa, no contexto do afluxo de refugiados e de uma participação da população ativa cada vez maior,

em parte devido a anteriores reformas estruturais. O contributo da mão de obra deverá, porém, permanecer ligeiramente mais baixo do que a sua média antes da crise, em virtude do envelhecimento da população. Em contraste, o esperado contributo da produtividade total dos fatores corresponde, em geral, ao seu nível pré-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, embora um pouco menos do que em trimestres recentes. No curto prazo, tal reflete principalmente uma normalização face ao desvanecimento de alguns fatores favoráveis temporários, ao passo que, no resto do horizonte, espelha sobretudo o pressuposto de que a escassez da oferta de mão de obra qualificada terá um impacto maior em algumas regiões da área do euro. A taxa de desemprego deverá diminuir, se bem que a um ritmo mais lento do que em 2015, dado esperar-se que o crescimento mais forte da população ativa, refletindo o afluxo de refugiados e o efeito do trabalhador incentivado, anule, em parte, o impacto da subida do emprego na taxa de desemprego. Esta evolução ao nível do emprego implica um aumento do crescimento da produtividade do trabalho de 0.4% em 2016 para 0.9% em 2018, espelhando o padrão pró-cíclico habitual.

Em comparação com as projeções de junho de 2016, as perspetivas para o crescimento real do PIB ao longo do horizonte de projeção foram revistas ligeiramente em baixa. Tal reflete sobretudo o impacto adverso, nas exportações da área do euro, da revisão em sentido descendente da procura externa, o qual é apenas parcialmente compensado pelos efeitos favoráveis das taxas de juro de longo prazo mais baixas, da taxa de câmbio efetiva do euro mais fraca e de algum apoio adicional proporcionado pelas políticas orçamentais.

2 Preços e custos

De acordo com as projeções, a inflação medida pelo IHPC será, em média, de 0.2% em 2016, aumentando significativamente para 1.2% em 2017 e 1.6% em 2018. Espera-se que o desvanecimento do forte efeito em sentido descendente da anterior queda dos preços do petróleo resulte numa subida considerável da inflação global no início de 2017, a qual deverá aumentar para 1.2% no primeiro trimestre. Com base na curva de preços dos futuros do petróleo, o contributo da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC para a inflação global deverá passar de -0.6 pontos percentuais em 2016 para aproximadamente +0.1 a 0.2 pontos percentuais em 2017 e 2018, contribuindo, assim, 0.7 pontos percentuais para o aumento da inflação global entre 2016 e 2017.

Espera-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares suba, à medida que a margem disponível for desaparecendo lentamente. As melhorias nas condições do mercado de trabalho, refletidas na diminuição assinalável da taxa de desemprego, deverão impulsionar um aumento gradual do crescimento dos salários durante o

horizonte de projeção. Face à atual retoma económica, espera-se também que o apoio continuado à inflação subjacente se traduza em melhorias no poder de fixação de preços das empresas e no aumento associado das margens de lucro. O desvanecimento dos efeitos indiretos atenuantes decorrentes da evolução dos preços das matérias-primas energéticas e não energéticas deverá igualmente contribuir para o esperado aumento da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. São ainda exetáveis efeitos em sentido ascendente resultantes, de um modo mais geral, das crescentes pressões sobre os preços a nível mundial, mas o desaparecimento gradual das pressões em sentido ascendente relacionadas com a anterior depreciação do euro deverá pesar sobre a subida da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares ao longo do horizonte de projeção. No conjunto, prevê-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares se situe, em média, em 0.9% em 2016 e suba para 1.3% em 2017 e 1.5% em 2018.

As pressões externas sobre os preços contribuirão para uma subida da inflação, devendo a inflação dos preços das importações passar a ser positiva em 2017, após um longo período de quatro anos com taxas de variação homólogas negativas. Considera-se que o deflator das importações continuará a descer em 2016, mas que registará uma recuperação em 2017 e 2018.

Um elemento fundamental na inflexão das pressões sobre os preços das importações é o pressuposto aumento dos preços das matérias-primas e, em particular, dos preços do petróleo indicados pelas curvas dos futuros, na sequência das quedas acentuadas em anos anteriores. Fortes efeitos de base em sentido ascendente também assumem um papel significativo na inflexão da taxa de variação homóloga do deflator das importações de 2016 a 2017. Para além destes fatores, o aumento gradual das pressões inflacionistas a nível mundial, de forma mais geral – tal como refletido, por exemplo, nas projetadas subidas da inflação global medida pelos preços no consumidor – deverá contribuir para a intensificação das pressões externas sobre os preços na área do euro.

A diminuição da margem disponível no mercado de trabalho e o aumento da inflação global deverão apoiar uma subida do crescimento dos salários em 2017 e 2018. Não obstante a redução contínua da margem disponível no mercado de trabalho nos últimos anos, o crescimento salarial permaneceu globalmente estável até à data. Além da margem disponível e da inflação baixa, os fatores que provavelmente continuaram a pesar sobre o crescimento dos salários na atual retoma económica incluem os processos de ajustamento em curso nos vários países para recuperar ou manter a competitividade de preços, reforçados por reformas do mercado de trabalho implementadas durante a crise. Acresce que terão aparentemente sido criados novos postos de trabalho, em particular em setores com uma produtividade do trabalho reduzida e, portanto, níveis salariais baixos, o que pesa sobre o crescimento dos salários em termos agregados, por meio de efeitos a nível da composição. Ao longo do horizonte de projeção, espera-se que a importância para os salários de tais efeitos atenuantes diminua ligeiramente e considera-se que a margem disponível no mercado de trabalho registará nova

descida, o que deverá permitir um fortalecimento do crescimento da remuneração por trabalhador de 1.2% em 2016 para 1.8% em 2017 e 2.2% em 2018.

O indicador das margens de lucro deverá beneficiar da atual recuperação económica ao longo do horizonte de projeção. As margens de lucro foram impulsionadas em 2015 pela evolução fraca dos custos do trabalho e pela queda acentuada dos preços do petróleo, que aparentemente não foram transmitidas na íntegra aos preços no consumidor. Visto esperar-se que este último efeito se desvaneça em 2016, a taxa de crescimento do indicador das margens de lucro deverá descer. No entanto, espera-se que as melhorias cíclicas previstas na atividade económica durante o horizonte de projeção continuem a beneficiar o poder de fixação de preços das empresas e, desse modo, as margens de lucro, não obstante o impacto atenuante do aumento dos custos do trabalho.

Em comparação com as projeções de junho de 2016, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC permanecem globalmente inalteradas durante o horizonte de projeção.

3 Perspetivas orçamentais

Segundo as projeções, a orientação orçamental deverá apresentar-se expansionista em 2016 e 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. Em 2016, a orientação orçamental expansionista é impulsionada sobretudo por medidas orçamentais discricionárias, enquanto os fatores não discricionários desempenham um papel menor e estão relacionados, entre outros aspetos, com uma pequena descida das receitas não fiscais.

Ao longo do horizonte de projeção, projeta-se que os rácios do défice e da dívida pública apresentem uma trajetória descendente. Em 2016, os pagamentos de juros mais baixos e a melhoria da componente cíclica mais de que compensaram a deterioração do saldo primário corrigido do ciclo. Entre 2017 e 2018, uma nova diminuição do pagamento de juros e as melhorias tanto na componente cíclica como no saldo primário implicam uma nova redução do défice orçamental. A redução gradual da dívida pública no decurso do horizonte de projeção é apoiada principalmente pelo diferencial favorável entre crescimento e taxa de juro, à luz da projetada recuperação económica e das pressupostas taxas de juro baixas. Os pequenos excedentes primários deverão também ter um impacto favorável na projetada trajetória da dívida.

Em comparação com as projeções publicadas em junho, as perspetivas orçamentais permanecem globalmente inalteradas no que respeita ao rácio do défice e são mais favoráveis no tocante ao rácio da dívida. Projeta-se também que o rácio da dívida em relação ao PIB seja mais baixo durante o horizonte de projeção, refletindo designadamente a revisão em alta do PIB nominal irlandês

relativo a 2015, que reduziu o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro em cerca de 0.4% do PIB.

Quadro 1

Projeções macroeconómicas para a área do euro¹⁾

(variação anual, em percentagem)

	Setembro de 2016				Junho de 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB real ¹⁾	1.9	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7
		[1.5 – 1.9] ²⁾	[0.7 – 2.5] ²⁾	[0.4 – 2.8] ²⁾		[1.3 – 1.9] ²⁾	[0.7 – 2.7] ²⁾	[0.5 – 2.9] ²⁾
Consumo privado	1.7	1.7	1.6	1.5	1.7	1.9	1.7	1.5
Consumo público	1.4	1.7	0.9	1.0	1.3	1.5	0.8	0.9
Formação bruta de capital fixo	2.9	3.1	3.3	3.3	2.7	3.2	3.4	3.3
Exportações ³⁾	6.1	2.6	3.7	4.1	5.2	3.2	4.2	4.4
Importações ³⁾	6.1	3.3	4.4	4.7	6.0	4.7	4.7	4.8
Emprego	1.1	1.3	0.8	0.7	1.0	1.1	0.9	0.9
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	10.9	10.1	9.9	9.6	10.9	10.2	9.9	9.5
IHPC	0.0	0.2	1.2	1.6	0.0	0.2	1.3	1.6
		[0.1 – 0.3] ²⁾	[0.6 – 1.8] ²⁾	[0.8 – 2.4] ²⁾		[0.1 – 0.3] ²⁾	[0.6 – 2.0] ²⁾	[0.7 – 2.5] ²⁾
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	0.9	0.9	1.2	1.5	0.9	0.9	1.2	1.6
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	0.8	0.9	1.3	1.5	0.8	1.0	1.2	1.5
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos ⁴⁾	0.8	0.9	1.2	1.5	0.8	0.9	1.2	1.5
Custos unitários do trabalho	0.4	0.8	1.0	1.3	0.8	0.8	1.0	1.3
Remuneração por trabalhador	1.3	1.2	1.8	2.2	1.3	1.3	1.8	2.2
Produtividade do trabalho	0.9	0.4	0.7	0.9	0.6	0.5	0.8	0.9
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-2.1	-1.9	-1.7	-1.5	-2.1	-1.9	-1.7	-1.4
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) ⁵⁾	-1.6	-1.9	-1.8	-1.6	-1.6	-1.9	-1.8	-1.6
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	90.3	89.5	88.4	87.0	90.7	90.0	89.0	87.4
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	3.2	3.5	3.4	3.3	3.2	2.9	2.8	2.8

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

Caixa 4

Análises de sensibilidade

As projeções assentam fortemente em pressupostos técnicos acerca da evolução de determinadas variáveis fundamentais. Dado que algumas dessas variáveis podem ter um impacto considerável nas projeções para a área do euro, examinar a sensibilidade destas últimas no que respeita a trajetórias alternativas desses pressupostos implícitos pode ajudar na análise dos riscos em torno das projeções. Na presente caixa, é abordada a incerteza quanto a alguns pressupostos subjacentes importantes e a sensibilidade das projeções a essas variáveis.

1) 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 51.6 por barril no final de 2018. Esta trajetória é coerente com uma recuperação moderada da procura mundial de petróleo, um cenário associado a um fortalecimento da retoma da economia mundial e a uma ligeira diminuição da oferta de petróleo. Uma combinação de modelos alternativos utilizados pelos especialistas do BCE⁴ para prever 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 recuperação mais forte da procura mundial de petróleo, devido a uma retoma 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 produção de petróleo em alguns países produtores de petróleo. A concretização de uma trajetória alternativa, na qual os preços do petróleo seriam 11% 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 0.1 pontos percentuais em 2017 e 0.3 pontos percentuais em 2018).

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 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

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.

opções no que respeita à taxa de câmbio USD/EUR em 11 de agosto 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 6.3% inferior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. Os pressupostos correspondentes relativos à taxa de câmbio efetiva nominal do euro refletem regularidades históricas, segundo as quais variações na taxa de câmbio USD/EUR espelham variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de cerca de 50%. Este pressuposto resulta numa divergência gradual em sentido descendente da taxa de câmbio efetiva do euro relativamente à projeção de referência, colocando a taxa de câmbio efetiva do euro num nível 3.3% inferior ao da projeção de referência para 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 0.2 pontos percentuais) em 2017 e 2018.

Caixa 5

Previsões de outras instituições

Estão disponíveis várias previsões para a área do euro elaboradas por organizações internacionais e instituições do setor privado. Contudo, estas previsões não são rigorosamente comparáveis entre si ou com as projeções macroeconómicas dos 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 a seguir).

Como assinalado no quadro, os valores avançados nas projeções atualmente disponíveis de outras instituições indicam que o crescimento real do PIB e a inflação medida pelo IHPC estão perfeitamente 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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projeções dos especialistas do BCE	Setembro de 2016	1.7	1.6	1.6	0.2	1.2	1.6
		[1.5 – 1.9]	[0.7 – 2.5]	[0.4 – 2.8]	[0.1 – 0.3]	[0.6 – 1.8]	[0.8 – 2.4]
Comissão Europeia	Maio 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	Agosto de 2016	1.5	1.3	1.6	0.3	1.3	1.6
Previsões da Consensus Economics	Agosto de 2016	1.5	1.2	1.6	0.2	1.3	1.6
Inquérito a Analistas Profissionais	Julho de 2016	1.5	1.4	1.6	0.3	1.2	1.5
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Julho (PIB)/abril (IHPC) de 2016	1.6	1.4	1.6	0.4	1.1	1.3

Fontes: Previsões Económicas Europeias da Primavera de 2016, publicadas em maio de 2016 pela Comissão Europeia (que, em julho de 2016, publicou dois cenários que refletem o impacto do resultado do referendo no Reino Unido nas perspetivas económicas para a área do euro; segundo esses cenários, o crescimento do PIB da área do euro será de 1.6% em 2016 e 1.5% em 2017 no cenário mais brando, e de 1.5% em 2016 e 1.3% em 2017 no cenário adverso); *World Economic Outlook*, do FMI (atualização de julho de 2016 para o PIB e de abril de 2016 para o IHPC); *Economic Outlook*, de junho de 2016, da OCDE; Previsões de agosto de 2016 da Consensus Economics; MJEconomics (Barómetro da Zona Euro), de agosto de 2016, e Inquérito a Analistas Profissionais, de julho de 2016, realizado pelo BCE.

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

© Banco Central Europeu, 2016

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

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