



Projeções macroeconómicas de março de 2016 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE¹

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

A expectativa é de que a recuperação económica na área do euro prossiga, embora com menos dinamismo do que o anteriormente projetado. O ritmo mais lento reflete o enfraquecimento do crescimento mundial e uma apreciação da taxa de câmbio efetiva do euro. Em termos de médias anuais, projeta-se que o produto interno bruto (PIB) real apresente uma taxa de crescimento de 1.4% em 2016, 1.7% em 2017 e 1.8% em 2018. Na sequência de uma nova descida acentuada dos preços do petróleo, a projeção para a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) foi revista em sentido descendente, para 0.1%, no que respeita a 2016 e mais moderadamente em baixa, para 1.3%, no tocante a 2017. A inflação deverá registar uma nova subida em 2018, situando-se em 1.6%.

As perspetivas para o crescimento real do PIB no curto prazo abrandaram, devido à intensificação recente de fatores adversos. Estes fatores estão relacionados com a evolução adversa da atividade mundial, em especial nas economias dos mercados emergentes, com um reforço da taxa de câmbio efetiva do euro e com um aumento da incerteza, conforme refletido na volatilidade acrescida nos mercados financeiros. Considerando igualmente a deterioração da confiança das empresas e dos consumidores em janeiro e fevereiro, as perspetivas de curto prazo para o crescimento real do PIB deterioraram-se desde as projeções de dezembro.

No entanto, espera-se que uma série de fatores favoráveis apoie a continuação da recuperação económica. A orientação acomodatória da política monetária do BCE, novamente reforçada em dezembro de 2015 com o anúncio de medidas de política monetária adicionais, continua a ser transmitida à economia.

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 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 15 de fevereiro de 2016 (ver Caixa 2). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício foi 25 de fevereiro 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.

Espera-se que o consumo privado seja apoiado em 2016 pela recente nova descida acentuada dos preços do petróleo e pela continuação das melhorias em curso no mercado de trabalho. A recuperação mundial deverá também contribuir para uma retoma gradual do investimento, em parte devido ao efeito acelerador. A procura interna beneficiará igualmente de uma ligeira menor restritividade orçamental, em parte relacionada com o afluxo de refugiados.

Espera-se que a trajetória da inflação global ao longo do horizonte de projeção seja fortemente definida pelo perfil da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC. Tendo em conta a nova descida acentuada dos preços do petróleo nos últimos meses, a inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC deverá apresentar taxas negativas em 2016, mas espera-se que estas passem a ser positivas em 2017, em virtude de fortes efeitos de base em sentido ascendente e dos pressupostos aumentos dos preços do petróleo contidos na curva dos futuros do preço do petróleo. Simultaneamente, considera-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos aumentará de forma gradual nos próximos anos, à medida que a melhoria das condições no mercado de trabalho e a diminuição da margem disponível na economia se traduzem em aumentos dos salários e das margens de lucro. Além disso, o impacto desfasado da anterior forte depreciação do euro e os efeitos indiretos dos pressupostos aumentos dos preços das matérias-primas energéticas e não energéticas, aliados ao desvanecimento dos efeitos descendentes de anteriores descidas desses preços, deverão apoiar a subida da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos.

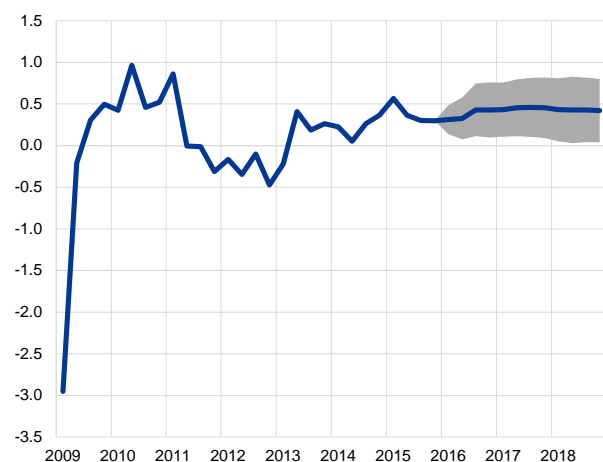
Gráfico 1

Projeções macroeconómicas¹⁾

(dados trimestrais)

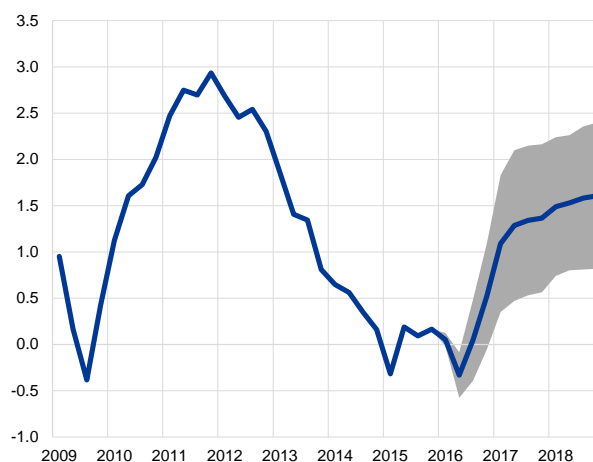
PIB real da área do euro²⁾

(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 recuperação da atividade na área do euro deverá prosseguir, embora com um pouco menos de dinamismo do que o anteriormente projetado. O PIB real manteve o seu dinamismo moderado no último trimestre de 2015, aumentando 0.3% face ao trimestre anterior. Os indicadores recentes do sentimento dos consumidores e das empresas desceram, mas ainda apontam para a continuação de um crescimento moderado da atividade no primeiro semestre de 2016.

Projeta-se que as despesas de consumo privado beneficiem fortemente dos preços baixos do petróleo em 2016. Os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos deverão situar-se, em média, em USD 34.9 por barril em 2016, ou seja, 33% abaixo do pressuposto na projeção de dezembro (ver Caixa 1). O rendimento disponível nominal deverá aumentar durante o horizonte de projeção, apoiado pelo crescimento constante do emprego e pelo maior crescimento da remuneração nominal por trabalhador, ao passo que se espera também o contributo positivo de outros rendimentos pessoais. O crescimento do rendimento disponível real deverá perder dinamismo em 2017, com a projetada subida da inflação dos preços dos produtos energéticos. Ao longo de todo o horizonte de projeção, os baixos custos de financiamento e o aumento moderado do património líquido das famílias, reforçados pelo recente conjunto de medidas de política monetária do BCE, deverão apoiar o consumo privado. De um modo geral, projeta-se que o crescimento anual do consumo privado aumente de 1.6% em 2015 para 1.9% em 2016, abrandando depois para 1.8% e 1.6% em 2017 e 2018, respetivamente.

Caixa 1

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

Em comparação com as projeções de dezembro, as principais alterações em termos de pressupostos técnicos são preços do petróleo denominados em dólares dos Estados Unidos significativamente mais baixos, uma apreciação de 5% da taxa de câmbio efetiva do euro e taxas de juro do mercado monetário de curto e de longo prazo mais baixas.

Pressupostos técnicos

	Março de 2016				Dezembro de 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	0.0	-0.3	-0.3	-0.2	0.0	-0.2	-0.1
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	1.2	1.2	1.4	1.7	1.2	1.4	1.7
Preço do petróleo (USD/barril)	52.5	34.9	41.2	44.9	53.8	52.2	57.5
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-19.9	-14.8	3.0	4.7	-18.7	-5.2	4.1
Taxa de câmbio USD/EUR	1.11	1.11	1.12	1.12	1.11	1.09	1.09
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem)	-7.1	4.8	0.2	0.0	-7.1	0.1	0.0

Os pressupostos técnicos relativos às taxas de juro e aos preços das matérias-primas têm por base as expetativas do mercado, com uma data de fecho da informação de 15 de fevereiro de 2016. As taxas de curto prazo referem-se à EURIBOR a três meses, sendo as expetativas do mercado determinadas a partir das taxas dos contratos de futuros. Seguindo esta metodologia, obtém-se para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de -0.3%, em 2016 e 2017, e de -0.2%, em 2018. As expetativas do mercado quanto às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos na área do euro implicam um nível médio de 1.2% em 2016, 1.4% em 2017 e 1.7% 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 diminuição em 2016, permaneçam globalmente inalteradas em 2017 e registem uma subida modesta em 2018. No que respeita aos preços das matérias-primas, com base na trajetória implícita nos mercados de futuros na quinzena finda na data de fecho da informação de 15 de fevereiro, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent desça de USD 52.5 em 2015 para USD 34.9 em 2016, subindo depois para USD 41.2 em 2017 e USD 44.9 em 2018, ou seja, menos USD 17 em 2016 e USD 16 em 2017 do que o indicado nas projeções de dezembro. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que diminuam substancialmente em 2016, registando depois um ligeiro aumento em 2017 e 2018³. Em relação às taxas de câmbio bilaterais,

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 cupão 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 permaneçam constantes durante o horizonte de projeção.

³ Os pressupostos referentes aos preços do petróleo e das matérias-primas alimentares têm por base os 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 primeiro trimestre de 2017, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial.

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 15 de fevereiro. Tal implica uma taxa de câmbio média USD/EUR de 1.11 em 2016 e de 1.12 em 2017 e 2018, em comparação com 1.09 na projeção de dezembro. A taxa de câmbio efetiva do euro (face a 38 parceiros comerciais) deverá registar uma apreciação de 5% ao longo do horizonte de projeção.

O padrão do rácio de poupança das famílias deverá ser impulsionado sobretudo pelo alisamento do consumo, tendo em conta a evolução dos preços do petróleo.

Estima-se que o rácio de poupança aumente em 2016, o que reflete uma transmissão progressiva dos ganhos em termos de rendimento real relacionados com os preços do petróleo às despesas de consumo. Este efeito deverá inverter-se parcialmente em 2017. Projeta-se que o rácio de poupança registre depois uma estagnação ao longo do resto do horizonte de projeção. O padrão globalmente horizontal do rácio de poupança reflete evoluções opostas nos países da área do euro. Em alguns países, espera-se que níveis ainda elevados de desemprego e de dívida bruta e o impacto das taxas de juro muito baixas na poupança associada a pensões continuem a exercer alguma pressão em sentido ascendente sobre a poupança. Em outros países, as pressões em sentido descendente sobre a poupança deverão prevalecer. Primeiro, a diminuição gradual do desemprego deverá traduzir-se numa menor poupança por motivos de precaução, permitindo às famílias efetuar grandes compras, potencialmente adiadas antes. Segundo, rendimentos de juros muito baixos tendem a desencorajar a poupança por meio de um efeito de substituição intertemporal.

De acordo com as projeções, o investimento residencial na área do euro deverá ganhar dinamismo, partindo, porém, de um nível muito baixo.

A expectativa é de que a recuperação do investimento residencial seja apoiada pelo crescimento sustentado do rendimento disponível real e por taxas hipotecárias muito baixas. Além disso, os processos de ajustamento nos mercados da habitação em vários países parecem ter terminado, registando-se uma melhoria das perspetivas para os preços da habitação. Porém, em muitos países, é provável que os níveis elevados de dívida das famílias obstem a um aumento forte do investimento residencial. De um modo geral, tendo em conta a recuperação modesta esperada, é provável que o investimento na habitação em 2018 ainda se situe cerca de 20% abaixo do valor máximo registado em 2007.

Espera-se que o investimento empresarial apresente uma recuperação moderada. No curto prazo, as perspetivas para o investimento empresarial deverão ser afetadas negativamente pela recente volatilidade nos mercados financeiros e pelo enfraquecimento do crescimento económico nas economias dos mercados emergentes. No entanto, o investimento deverá ser apoiado por uma série de fatores ao longo do tempo. A orientação muito acomodaticia da política monetária, o efeito acelerador no contexto do projetado fortalecimento da procura, a necessidade de modernizar o *stock* de capital após vários anos de investimento fraco, medidas

orçamentais expansionistas em alguns países específicos e um robustecimento das margens de lucro no setor das sociedades não financeiras, já caracterizado por uma liquidez elevada, deverão apoiar as despesas de capital. Além disso, durante o horizonte de projeção, a pressão geral exercida pela desalavancagem das empresas na área do euro deverá ser menos limitativa para o investimento empresarial do que antes. Com efeito, os rácios da dívida em relação aos fundos próprios diminuíram de forma substancial, face aos valores máximos registados durante a crise financeira, e permanecem significativamente abaixo dos seus níveis médios históricos. Contudo, a recuperação do investimento das empresas ainda será travada pelos estrangulamentos financeiros remanescentes e pelos elevados níveis de endividamento em alguns países, bem como por expectativas de um crescimento mais baixo do produto potencial.

As exportações extra-área do euro deverão beneficiar da esperada recuperação da procura externa da área do euro (ver Caixa 2) e dos efeitos desfasados da anterior depreciação do euro. Após um enfraquecimento recente, projeta-se que o crescimento das exportações extra-área do euro recupere de forma gradual em 2016 e adquira depois novo dinamismo, situando-se um pouco acima da esperada recuperação da procura externa. As quotas de mercado das exportações deverão aumentar ligeiramente durante o horizonte de projeção, devido aos efeitos desfasados de ganhos de competitividade anteriores. Espera-se que o crescimento das importações extra-área do euro seja impulsionado pela procura interna, permanecendo um pouco mais forte do que o crescimento das exportações extra-área do euro. Como consequência, o excedente da balança corrente deverá diminuir de 3.0% do PIB em 2015 e 2016 para 2.5% em 2018.

No geral, a expectativa é de que o PIB real aumente 1.4% em 2016, 1.7% em 2017 e 1.8% em 2018.

Caixa 2

Enquadramento internacional

A evolução nas economias avançadas e nas economias dos mercados emergentes revelou-se mais fraca do que o esperado no final de 2015, confirmando que o dinamismo do crescimento mundial permanece frágil. Após a perda de dinamismo na viragem do ano, a atividade económica mundial deverá expandir-se gradualmente, a um ritmo moderado, impulsionada pelas perspetivas de crescimento ainda resilientes na maioria das economias avançadas e pelo esperado abrandamento progressivo das profundas recessões observadas em determinadas economias dos mercados emergentes de grande dimensão. As condições de financiamento favoráveis e a melhoria dos mercados de trabalho deverão apoiar as perspetivas para as economias avançadas. Além disso, os níveis elevados do sentimento dos consumidores em algumas das principais economias avançadas podem implicar perspetivas de crescimento favoráveis. Em contraste, as perspetivas de médio prazo para as economias dos mercados emergentes permanecem mais incertas. Para além do abrandamento do crescimento tendencial da economia chinesa e das suas repercussões negativas em outras economias dos mercados emergentes, em particular na Ásia, os exportadores de matérias-primas terão de prosseguir o seu

ajustamento macroeconómico para se adaptarem aos preços mais baixos das matérias-primas. Acresce que estas economias enfrentarão condições de financiamento externo mais restritivas, resultantes da normalização da política monetária nos Estados Unidos, de uma maior incerteza política e de tensões geopolíticas acrescidas.

Recentemente, o comércio mundial tem sido dececionante e espera-se que registe apenas um crescimento lento ao longo do horizonte de projeção. Em relação ao PIB mundial, projeta-se que as importações mundiais e a procura externa da área do euro apresentem um perfil relativamente fraco durante o horizonte de projeção. Espera-se que o crescimento da procura externa da área do euro aumente de 0.4% em 2015 para 2.2% em 2016 e para 3.8% em 2017 e 4.1% em 2018. Tal compara com taxas de crescimento anuais médias de cerca de 7.7% no período de 1999 a 2007.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Março de 2016				Dezembro de 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.1	3.2	3.8	3.9	3.1	3.6	3.9
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	0.7	2.2	3.8	4.1	0.5	2.9	3.8
Procura externa da área do euro ²⁾	0.4	2.2	3.8	4.1	-0.1	2.7	3.8

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 publicadas em dezembro, a atividade mundial foi revista em sentido descendente, especialmente em 2016. A procura externa da área do euro também foi objeto de uma revisão em baixa substancial no que respeita a 2016.

Dado que o crescimento do PIB observado deverá ser muito superior à taxa do produto potencial, a expectativa é de que o desvio do produto registe um estreitamento constante ao longo do horizonte de projeção. Estima-se que o crescimento do produto potencial aumente ligeiramente durante o horizonte de projeção e se situe um pouco acima de 1%, permanecendo bastante abaixo do nível anterior à crise.

As condições no mercado de trabalho da área do euro deverão continuar a melhorar. Projeta-se que o emprego continue a aumentar ao longo do horizonte de projeção, ainda que a uma taxa um pouco inferior ao anteriormente esperado, refletindo sobretudo a recuperação económica mais comedida. Considera-se que a moderação salarial e as anteriores reformas do mercado de trabalho apoiarão o crescimento do emprego no decurso do horizonte de projeção. Espera-se que a população ativa registe uma forte expansão durante o horizonte de projeção, espelhando a continuação do afluxo de refugiados e o desvanecimento dos efeitos de desencorajamento. A taxa de desemprego, que diminuiu para 10.3% em janeiro de 2016, deverá registar novas descidas.

As perspetivas para o crescimento real do PIB foram revistas em sentido descendente, em comparação com a projeção de dezembro. Esta revisão reflete

o impacto adverso combinado da menor procura externa da área do euro e da taxa de câmbio do euro mais forte no crescimento das exportações, bem como o impacto da volatilidade acrescida nos mercados financeiros e de indicadores de sentimento mais fracos nas perspetivas de curto prazo. Em conjunto, estes efeitos adversos mais do que compensam o impacto favorável dos preços mais baixos do petróleo e das recentes medidas de política monetária adicionais sobre a procura interna.

3 Preços e custos

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat (publicada após a data de fecho da informação mais recente incluída neste exercício), a inflação medida pelo IHPC situou-se em -0.2% em fevereiro de 2016, ou seja, 0.3 pontos percentuais abaixo do valor de novembro de 2015, refletindo descidas em todas as suas principais componentes. Prevê-se que o contributo negativo substancial, de 0.8 pontos percentuais, da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC, relacionado com a recente queda acentuada dos preços do petróleo, continue a atenuar significativamente a inflação global em 2016, a qual deverá situar-se, em média, em 0.1% no corrente ano. Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos registre uma ligeira subida em 2016, situando-se em 1.1%, face a 0.8% em 2015, embora permaneça bastante comedida, em virtude dos efeitos indiretos dos preços mais baixos do petróleo, da recente apreciação efetiva do euro e da margem disponível remanescente na economia.

Efeitos de base resultantes dos preços das matérias-primas explicam grande parte da forte subida esperada da inflação medida pelo IHPC em 2017, a qual deverá situar-se em 1.3%. Quando as descidas acentuadas dos preços do petróleo e dos produtos energéticos desaparecerem da comparação em termos homólogos, espera-se que efeitos de base em sentido ascendente e os pressupostos novos aumentos dos preços das matérias-primas conduzam a pressões externas sobre os preços mais elevadas em 2017.

O crescimento dos salários permaneceu moderado até à data, mas deverá registar um fortalecimento gradual ao longo do horizonte de projeção. Embora o desemprego elevado e o baixo crescimento da produtividade tenham limitado o crescimento salarial até ao momento, espera-se que a continuação do crescimento do emprego durante o horizonte de projeção reduza a margem disponível no mercado de trabalho. Além disso, a subida projetada da inflação deverá também apoiar aumentos dos salários, sobretudo na parte final do horizonte de projeção. Espera-se, porém, que o ritmo de crescimento salarial permaneça moderado, refletindo igualmente a continuação de um fraco crescimento da produtividade.

As margens de lucro deverão beneficiar da recuperação económica em curso e dos preços mais baixos do petróleo. A expectativa é de que as novas melhorias da procura interna e a diminuição da margem disponível na economia previstas para os próximos anos proporcionem maior poder de fixação de preços às empresas,

o que beneficiará as suas margens de lucro. Além disso, as margens de lucro deverão continuar a beneficiar de ganhos excecionais decorrentes dos preços mais baixos do petróleo em 2016.

Refletindo as crescentes pressões internas sobre os preços, espera-se que a inflação medida pelo IHPC registre uma nova subida em 2018, situando-se em 1.6%.

Em comparação com as projeções de dezembro, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas em sentido descendente, especialmente no que respeita a 2016. A revisão em baixa da inflação deve-se, em grande parte, a pressões externas sobre os preços significativamente mais fracas, relacionadas em particular com preços do petróleo muito inferiores ao pressuposto e com uma taxa de câmbio efetiva do euro um pouco mais forte do que o pressuposto. Além disso, o crescimento mais moderado dos salários do que o anteriormente projetado também contribui para a revisão em sentido descendente.

4 Perspetivas orçamentais

Espera-se que a orientação orçamental seja expansionista no período até 2017 e se torne mais neutra em 2018. A orientação orçamental é determinada com base na variação do saldo primário corrigido do ciclo, líquido de apoio estatal ao setor financeiro. A orientação orçamental expansionista no período até 2017 decorre principalmente de cortes nos impostos diretos em alguns países e de despesas relacionadas com o afluxo de refugiados.

Projeta-se que, ao longo do horizonte de projeção, o défice orçamental das administrações públicas estabilize em torno de 2% do PIB e que o rácio da dívida em relação ao PIB registre uma ligeira diminuição. É provável que o contributo favorável da componente cíclica e dos pagamentos de juros mais baixos para o saldo orçamental seja compensado, especialmente em 2016, pela menor restritividade da orientação de política orçamental. No período até 2018, espera-se que a redução gradual da dívida pública seja sobretudo apoiada pelo diferencial entre crescimento e taxa de juro favorável, à luz da recuperação económica projetada e das baixas taxas de juro pressupostas. Os pequenos excedentes primários deverão igualmente ter um impacto favorável na projetada trajetória da dívida.

Em comparação com as projeções publicadas em dezembro, as perspetivas orçamentais registaram uma ligeira deterioração. O saldo orçamental das administrações públicas foi revisto ligeiramente em sentido descendente para 2015, devido ao impacto do PIB nominal mais baixo. Esta revisão em baixa estender-se-á a 2016 e 2017. De acordo com as projeções, o rácio da dívida em relação ao PIB será mais elevado durante o horizonte de projeção, refletindo um excedente primário um pouco mais baixo e, particularmente em 2015 e 2016, um diferencial

entre crescimento e taxa de juro menos favorável, resultante da revisão em baixa da inflação e do crescimento do PIB nominal.

Quadro 1

Projeções macroeconómicas para a área do euro¹⁾

(variação anual, em percentagem)

	Março de 2016				Dezembro de 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
PIB real ¹⁾	1.5	1.4	1.7	1.8	1.5	1.7	1.9
		[1.0 - 1.8] ²⁾	[0.7 - 2.7] ²⁾	[0.6 - 3.0] ²⁾	[1.4 - 1.6] ²⁾	[1.1 - 2.3] ²⁾	[0.9 - 2.9] ²⁾
Consumo privado	1.6	1.9	1.8	1.6	1.6	1.9	1.7
Consumo público	1.4	1.5	1.1	1.2	1.4	1.2	1.0
Formação bruta de capital fixo	2.5	2.7	3.6	3.3	2.3	2.8	3.8
Exportações ³⁾	4.8	3.0	4.3	4.6	4.8	4.0	4.8
Importações ³⁾	5.4	4.6	5.3	5.1	5.3	4.8	5.3
Emprego	1.1	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	10.9	10.4	10.2	9.9	11.0	10.5	10.1
IHPC	0.0	0.1	1.3	1.6	0.1	1.0	1.6
		[-0.2 - 0.4] ²⁾	[0.6 - 2.0] ²⁾	[0.8 - 2.4] ²⁾	[0.1 - 0.1] ²⁾	[0.5 - 1.5] ²⁾	[0.9 - 2.3] ²⁾
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	0.9	1.1	1.3	1.5	0.9	1.3	1.5
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	0.8	1.1	1.3	1.6	0.9	1.3	1.6
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos ⁴⁾	0.8	1.1	1.3	1.6	0.8	1.3	1.6
Custos unitários do trabalho	0.9	1.1	0.9	1.2	0.9	0.9	1.2
Remuneração por trabalhador	1.3	1.5	1.9	2.1	1.4	1.5	2.1
Produtividade do trabalho	0.4	0.4	0.9	0.9	0.5	0.7	0.9
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-2.1	-2.1	-2.1	-2.0	-2.0	-2.0	-1.8
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) ⁵⁾	-1.7	-2.1	-2.2	-2.1	-1.7	-1.9	-1.9
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	91.1	90.8	90.0	89.2	91.1	90.1	88.9
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	3.0	3.0	2.6	2.5	3.0	2.9	2.7

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

Análises de sensibilidade e de cenário

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 das mesmas no que respeita a trajetórias alternativas dos 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 estas variáveis. Além disso, é incluído também um cenário relativo ao possível impacto de um abrandamento sincronizado e mais acentuado nas economias dos mercados emergentes sobre o crescimento e a inflação na área do euro.

1) Trajetória alternativa dos preços do petróleo

Modelos alternativos dos preços do petróleo apresentam uma subida um pouco mais rápida dos preços do petróleo ao longo do horizonte de projeção 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 que os preços do petróleo aumentem 40% desde o primeiro trimestre de 2016 até ao último trimestre de 2018. Uma combinação de modelos alternativos utilizados pelos especialistas do BCE⁴ para projetar os preços do petróleo no horizonte de projeção sugere atualmente preços do petróleo mais elevados ao longo do horizonte de projeção do que o considerado nos pressupostos técnicos. Tal seria compatível quer com uma recuperação mais forte da procura mundial de petróleo no médio prazo, quer com uma redução da oferta de petróleo, devido ao menor investimento no setor petrolífero e, por conseguinte, a uma redução da capacidade de exploração de petróleo em alguns países, em resposta à recente queda dos preços do petróleo. A concretização desta trajetória alternativa, na qual os preços do petróleo seriam 11.6% 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 a 0.2 pontos percentuais em 2016, 2017 e 2018).

2) Trajetórias alternativas da taxa de câmbio

Esta análise de sensibilidade inclui duas trajetórias alternativas da taxa de câmbio do euro em relação à projeção de referência. A primeira trajetória 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 15 de fevereiro de 2016. Comporta uma depreciação gradual do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a taxa de câmbio USD/EUR a ser de 1.00 em 2018, valor que é 10.8% inferior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. A segunda trajetória foi calculada a partir do percentil 75 da mesma distribuição e implica uma apreciação gradual do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a taxa de câmbio USD/EUR a ser de 1.24 em 2018, valor que é 11.2% superior ao pressuposto na

⁴ Ver a combinação de quatro modelos apresentada no artigo intitulado "*Forecasting the price of oil*" (não disponível em língua portuguesa), publicado no Boletim Económico do BCE, Número 4/2015.

projeção de referência para esse ano. Os pressupostos correspondentes relativos à taxa de câmbio efetiva nominal do euro refletem regularidades históricas, segundo as quais variações na taxa de câmbio USD/EUR espelham variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de cerca de 52%. No caso da depreciação, este pressuposto resulta numa divergência gradual em sentido descendente da taxa de câmbio efetiva do euro relativamente à projeção de referência, sendo o seu nível 5.8% 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 0.3 pontos percentuais) e para uma inflação medida pelo IHPC mais elevada (aumentando esta 0.1 a 0.4 pontos percentuais) em 2016, 2017 e 2018. No caso da apreciação, este pressuposto resulta numa divergência gradual em sentido ascendente da taxa de câmbio efetiva do euro relativamente à projeção de referência, sendo o seu nível 5.5% mais elevado do que a projeção de referência em 2018. Neste cenário, a média dos resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados por especialistas aponta para um menor crescimento real do PIB (diminuindo este 0.1 a 0.3 pontos percentuais) e para uma inflação medida pelo IHPC mais baixa (descendo esta 0.1 a 0.4 pontos percentuais) em 2016, 2017 e 2018.

3) Cenário de um abrandamento sincronizado nas economias dos mercados emergentes

As perspetivas de crescimento nas economias dos mercados emergentes deterioraram-se nos últimos meses e os riscos em sentido descendente para as projeções de crescimento mundial intensificaram-se. No entanto, a projeção de referência parte de uma recuperação moderada gradual da atividade nas economias dos mercados emergentes durante o horizonte de projeção. Neste contexto, foi construído um cenário para analisar o impacto de um abrandamento sincronizado e mais acentuado nos mercados emergentes sobre o crescimento real do PIB e a inflação medida pelo IHPC na área do euro.

O cenário pressupõe que o abrandamento é desencadeado por uma “aterragem difícil” na China, à medida que os riscos para a estabilidade financeira se concretizam e as saídas de capital afetam a confiança das empresas e dos consumidores chineses. Um cenário de “aterragem difícil” na China levaria a uma correção mais forte dos desequilíbrios internos no país, sendo que o abrandamento do investimento conduziria a um aumento do desemprego. Além disso, neste cenário, o crescimento do consumo privado na China abrandaria de forma significativa. A deterioração das condições financeiras e o enfraquecimento das perspetivas na China são modelizados para se estenderem a outras economias dos mercados emergentes, que seriam afetadas através do canal do comércio direto e do pressuposto aumento da incerteza mundial. Neste cenário, a incerteza mundial é medida por uma subida temporária de 10 pontos percentuais no índice VIX⁵, devendo a mesma desvanecer-se ao longo do horizonte de projeção. Assume-se ainda que a pressuposta queda dos preços das ações na China conduzirá a uma descida dos preços das ações a nível mundial. O abrandamento mais forte nas economias dos mercados emergentes é modelizado de forma a implicar uma trajetória mais baixa dos preços das matérias-primas no decurso do horizonte de projeção. Pressupõe-se igualmente que as autoridades chinesas mitiguem a “aterragem difícil”, permitindo uma depreciação do renminbi.

⁵ O índice VIX mede a volatilidade implícita dos preços das opções do índice de cotação de ações S&P 500, sendo calculado pela Bolsa de Opções de Chicago (*Chicago Board Options Exchange*).

Em virtude dos efeitos de contágio, pressupõe-se que tal leve a uma depreciação das moedas das economias dos mercados emergentes. Em resultado, neste cenário, o dólar dos Estados Unidos, o iene e o euro registam uma apreciação em termos efetivos nominais. Em contrapartida, a apreciação destas três moedas tem um impacto negativo no setor das exportações nos Estados Unidos, no Japão e na área do euro, conduzindo a novas pressões em sentido descendente sobre a inflação nessas regiões, sobretudo devido aos preços mais baixos das importações.

Principais pressupostos do cenário

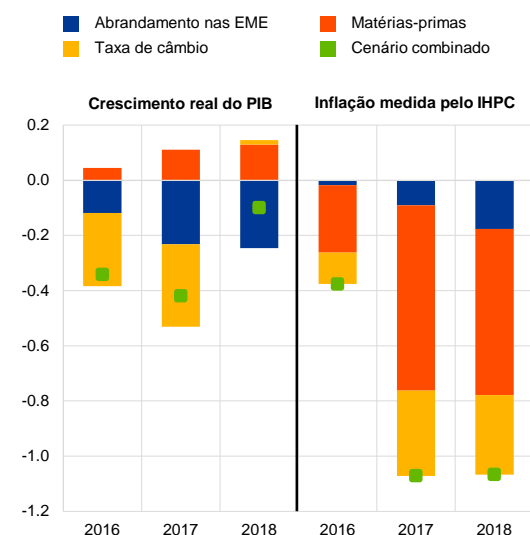
	2016	2017	2018
Procura interna chinesa	-2.3	-4.7	-3.0
Mercados bolsistas mundiais	-20.0	-20.0	-20.0
Depreciação da moeda chinesa e das moedas das EME face às moedas das economias avançadas	-5.0	-10.0	-10.0
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro	1.1	2.8	2.8
Preços do petróleo (USD/barril)	-8.8	-26.0	-37.8

Fonte: Especialistas do BCE.

Notas: Calculado como o desvio em termos de variação percentual em relação aos níveis da projeção de referência, exceto no tocante à procura interna chinesa, que é calculada como o desvio em pontos percentuais em relação às taxas de crescimento apresentadas na projeção de referência. O índice de preços das ações na China regista uma descida de 40% face ao nível da projeção de referência. "EME" corresponde a "economias dos mercados emergentes".

Contributos para o crescimento real do PIB e a inflação medida pelo IHPC na área do euro

(desvio em pontos percentuais face ao crescimento indicado na projeção de referência)



Fonte: Especialistas do BCE.

Notas: Os cenários são realizados com vários modelos. Pressupõe-se que a política monetária seja exógena. "EME" corresponde a "economias dos mercados emergentes".

Neste cenário, tanto o crescimento real do PIB como a inflação medida pelo IHPC na área do euro seriam inferiores ao indicado na projeção de referência.

A evidência de diversos modelos macroeconómicos elaborados por especialistas do BCE sugere que o abrandamento da atividade nos mercados emergentes resultaria numa diminuição da procura externa da área do euro, atenuando, assim, o crescimento real do PIB e a inflação medida pelo IHPC na área do euro, tanto em 2017 como em 2018. Na sequência do abrandamento nos mercados emergentes, os preços mais baixos das matérias-primas (petrolíferas e não petrolíferas) associados impulsionariam a atividade na área do euro, após um aumento do rendimento real das famílias e dos lucros das empresas.

Paralelamente, os preços mais baixos das matérias-primas exerceriam uma forte pressão em sentido descendente sobre a inflação medida pelo IHPC na área do euro. Por último,

a apreciação do euro face ao renminbi e a outras moedas dos mercados emergentes exerceria pressão adicional em sentido descendente sobre a atividade e os preços na área do euro.

Resumindo, um abrandamento sincronizado nas economias dos mercados emergentes, desencadeado pela China, implicaria riscos significativos em sentido descendente para as projeções de referência no que respeita tanto ao crescimento real do PIB como à inflação medida pelo IHPC na área do euro.

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 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 na maioria das previsões atualmente disponíveis de outras instituições apontam para uma inflação e um crescimento real do PIB mais elevados em 2016, mas não diferem muito das previsões pontuais contidas nas projeções macroeconómicas de março elaboradas por especialistas do BCE para 2017 e 2018 e estão perfeitamente dentro dos intervalos (apresentados entre parêntesis 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 BCE	Março de 2016	1.4 [1.0-1.8]	1.7 [0.7-2.7]	1.8 [0.6-3.0]	0.1 [-0.2-0.4]	1.3 [0.6-2.0]	1.6 [0.8-2.4]
Comissão Europeia	Fevereiro de 2016	1.7	1.9	–	0.5	1.5	–
OCDE	Fevereiro de 2016/ Novembro de 2015	1.4	1.7	–	0.9	1.3	–
Barómetro da Zona Euro	Fevereiro de 2016	1.7	1.8	1.6	0.5	1.4	1.7
Previsões da Consensus Economics	Fevereiro de 2016	1.6	1.7	–	0.5	1.5	–
Inquérito a Analistas Profissionais	Janeiro de 2016	1.7	1.8	1.7	0.7	1.4	1.6
FMI	Janeiro de 2016/ Outubro de 2015	1.7	1.7	–	1.0	1.3	–

Fontes: Previsões Económicas Europeias do inverno de 2016, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook* do FMI, versão atualizada de janeiro de 2016 (PIB); *World Economic Outlook*, de outubro de 2015, do FMI (inflação medida pelo IHPC); *Economic Outlook*, da OCDE, versão atualizada de fevereiro de 2016 (PIB); *Economic Outlook*, de novembro de 2015, da OCDE (inflação medida pelo IHPC); Previsões da Consensus Economics; MJEconomics (Barómetro da Zona Euro) e Inquérito a Analistas Profissionais, 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.