



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

PROJEÇÕES MACROECONÓMICAS DE MARÇO DE 2014 PARA A ÁREA DO EURO ELABORADAS POR ESPECIALISTAS DO BCE¹

De acordo com as projeções, o crescimento real do PIB permanecerá moderado em 2014, ganhando ritmo a partir de 2015. Espera-se que uma recuperação gradual da procura interna e externa seja o fator impulsor subjacente ao projetado aumento da atividade. A procura externa beneficiará do fortalecimento gradual da recuperação mundial. A procura interna deverá beneficiar da melhoria da confiança face à diminuição da incerteza, de uma orientação muito acomodatória da política monetária e de quedas dos preços do petróleo, que deverão apoiar o rendimento disponível real. A procura interna deverá igualmente beneficiar de uma orientação menos restritiva da política orçamental nos próximos anos e da melhoria gradual das condições de oferta de crédito. Espera-se, ao mesmo tempo, que o impacto adverso sobre as perspetivas de crescimento, resultante da necessidade de novo ajustamento de balanços no setor privado e do desemprego elevado, diminua progressivamente ao longo do horizonte de projeção. Segundo as projeções, o PIB real aumentará 1.2% em 2014, 1.5% em 2015 e 1.8% em 2016.

Espera-se que o reforço gradual da procura e a redução em curso do excesso de capacidade no contexto de expectativas de inflação firmemente ancoradas conduzam a um aumento da inflação medida pelo IHPC no decurso do horizonte de projeção. No que respeita à inflação medida pelo IHPC na área do euro, a projeção é de que se situe em 1.0% em 2014, 1.3% em 2015 e 1.5% em 2016. Estas perspetivas moderadas para a inflação deverão ficar a dever-se essencialmente à trajetória descendente dos futuros dos preços do petróleo e à capacidade disponível na economia. Em virtude de pressões dos custos internos crescentes, embora ainda moderadas, no contexto da esperada recuperação gradual da atividade económica, projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares aumente de 1.1% em 2014 para 1.7% em 2016.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas no Boletim Mensal de dezembro de 2013, a projeção para o crescimento real do PIB em 2014 foi revista ligeiramente em sentido ascendente. No que respeita à inflação medida pelo IHPC global, a projeção para 2014 foi revista em baixa em 0.1 pontos percentuais, refletindo os dados mais recentes, e permanece inalterada para 2015.

O presente artigo constitui uma síntese das projeções macroeconómicas para a área do euro, não apenas para o período de 2014 e 2015, mas também, pela primeira vez, para 2016. As projeções relativas a um período que cobre um horizonte tão alargado estão, contudo, sujeitas a uma incerteza muito elevada², sendo necessário ter em conta este facto na interpretação das mesmas.

ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

Segundo as projeções, o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) registará um aumento gradual ao longo do horizonte de projeção, passando de 3.4% em 2013 para 4.1% em 2016. O crescimento ganhou algum dinamismo nas economias avançadas no segundo semestre de 2013, ao passo que nos mercados emergentes se verificou um abrandamento, devido à debilidade da procura interna, a uma limitada margem de manobra para novas políticas internas favoráveis ao crescimento e a tensões nos mercados financeiros. No curto prazo, os indicadores de sentimento a nível mundial apontam

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 no documento do BCE intitulado “A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises” (Guia das projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema), de junho de 2001, disponível no sítio do BCE. A data-limite da informação mais recente incluída neste exercício foi 20 de fevereiro de 2014.

² Consultar o artigo intitulado “An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections”, na edição de maio de 2013 do Boletim Mensal.

para condições empresariais favoráveis, o que está em consonância com o fortalecimento progressivo da atividade económica mundial. Embora se tenham registado recentemente tensões financeiras em algumas economias de mercado emergentes, as condições globais nos mercados financeiros mundiais mantiveram-se, em geral, estáveis na sequência da decisão do Comité de Operações de Mercado Aberto (*Federal Open Market Committee – FOMC*) do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos de iniciar a redução das aquisições de ativos, em contraste com as perturbações observadas em meados de 2013, quando o Sistema de Reserva Federal anunciou, pela primeira vez, a possibilidade de redução das aquisições de ativos. De acordo com as projeções, a recuperação mundial continuará a intensificar-se de modo gradual. Nas economias avançadas, a diminuição da desalavancagem no setor privado e a menor consolidação orçamental deverão reforçar a confiança e apoiar a procura interna, embora se espere que os mercados de trabalho apenas registem uma melhoria lenta. O crescimento mais forte nas economias avançadas deverá apoiar as economias de mercado emergentes.

O comércio mundial aumentou recentemente, em linha com a ligeira recuperação da atividade económica. Os dados mais recentes apontam para uma melhoria no curto prazo. Numa análise prospetiva, espera-se que o comércio mundial registre um fortalecimento progressivo, permanecendo a sua elasticidade à atividade no final do horizonte de projeção abaixo do observado antes da crise mundial. Segundo as projeções, o crescimento do comércio mundial (excluindo a área do euro) aumentará de 3.8% em 2013 para 6.2% em 2016. Sendo o ritmo de crescimento da procura pelos principais parceiros comerciais da área do euro mais lento do que o da procura por parte do resto do mundo, projeta-se que o crescimento da procura externa da área do euro seja um pouco mais fraco.

Quadro 1 Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Março de 2014				Revisões desde dezembro de 2013		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.4	3.9	4.0	4.1	0.1	0.0	-0.1
Comércio mundial (excluindo a área do euro ¹⁾)	3.8	5.1	6.2	6.2	-0.2	-0.5	-0.2
Procura externa da área do euro ²⁾	3.0	4.5	5.6	5.8	0.0	-0.5	-0.1

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 macroeconómicas publicadas no Boletim Mensal de dezembro de 2013, as perspetivas de crescimento mundial não foram praticamente revistas. As perspetivas relativas à procura externa da área do euro foram revistas em sentido descendente para 2014, mas permanecem, em geral, inalteradas para 2015. As revisões referentes a 2014 refletem um efeito de repercussão adverso decorrente de uma evolução do comércio no segundo semestre de 2013 mais baixa do que o anteriormente projetado, a qual deverá manter-se no curto prazo.

Caixa 1

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

Os pressupostos técnicos relativos às taxas de juro e aos preços das matérias-primas têm por base as expetativas do mercado, com uma data-limite de 12 de fevereiro de 2014. O pressuposto referente às taxas de juro de curto prazo é de natureza puramente técnica. As taxas de curto prazo são medidas pela taxa EURIBOR a 3 meses, sendo as 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 2014, 0.4% em 2015 e 0.8% em 2016. As expectativas do mercado quanto às taxas de rentabilidade nominais das obrigações de dívida pública a 10 anos da área do euro implicam um nível médio de 2.8% em 2014, 3.2% em 2015 e 3.6% em 2016¹. 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 agregadas aplicadas aos empréstimos ao setor privado não financeiro da área do euro atinjam o seu nível mínimo em torno do início de 2014 e subam depois de forma gradual. No que respeita aos preços das matérias-primas, com base na trajetória implícita nos mercados de futuros na quinzena finda na data-limite, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent baixará de USD 118.8 em 2013 para USD 96.9 em 2016. Em termos dos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que baixem em 2014, aumentando depois em 2015 e 2016².

Em relação às taxas de câmbio bilaterais, adotou-se o pressuposto de que, ao longo do horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevaletentes no período de duas semanas findo na data-limite de 12 de fevereiro de 2014. Tal implica uma taxa de câmbio USD/EUR de 1.36 entre 2014 e 2016, ou seja, 2.1% mais elevada do que em 2013. Pressupõe-se que, em média, a taxa de câmbio efetiva do euro seja 1.6% mais forte do que em 2013.

Pressupostos técnicos

	Março de 2014				Revisões desde dezembro de 2013 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
EURIBOR a 3 meses (em percentagem, por ano)	0.2	0.3	0.4	0.8	0.0	0.0	-0.1
Taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos (em percentagem, por ano)	2.9	2.8	3.2	3.6	0.0	-0.3	-0.3
Preço do petróleo (USD/barril)	108.8	105.8	101.1	96.9	0.6	1.8	1.9
Preços das matérias-primas não energéticas, em USD (variação anual, em percentagem)	-5.2	-2.5	3.1	4.8	0.2	0.1	-0.7
Taxa de câmbio USD/EUR	1.33	1.36	1.36	1.36	0.2	0.9	0.8
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (variação anual, em percentagem)	3.8	1.6	0.0	0.0	0.1	0.8	0.0

1) As revisões são expressas como “percentagens” para os níveis, “diferenças” para as taxas de crescimento e “pontos percentuais” para as taxas de juro e as taxas de rentabilidade das obrigações. As revisões são calculadas a partir de valores não arredondados.

No que se refere às políticas orçamentais, os pressupostos têm por base os planos orçamentais nacionais dos diferentes países da área do euro disponíveis em 20 de fevereiro de 2014. Incluem todas as medidas de política já adotadas pelos parlamentos nacionais ou especificadas em suficiente pormenor pelos governos e que provavelmente serão aprovadas no âmbito do processo legislativo.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas no Boletim Mensal de dezembro de 2013, as alterações em termos de pressupostos técnicos são relativamente reduzidas. Incluem taxas de juro de longo prazo ligeiramente mais baixas na área do euro, preços do petróleo denominados em dólares dos Estados Unidos um pouco mais elevados e uma pequena apreciação da taxa de câmbio do euro.

1 O pressuposto relativo às taxas de rentabilidade nominais das obrigações de dívida pública a 10 anos da área do euro tem por base a média ponderada das taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública a 10 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 rentabilidade ao par a 10 anos de todas as obrigações da área do euro, do BCE, sendo a discrepância inicial entre as duas séries mantida constante ao longo do horizonte de projeção. Quanto aos diferenciais entre as taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública específicas dos países e a média da área do euro correspondente, pressupõe-se que permaneçam constantes ao longo do horizonte de projeção.

- 2 Os pressupostos relativos aos preços do petróleo e das matérias-primas alimentares têm por base os preços dos futuros até ao final do horizonte de projeção. No que respeita aos preços de outras matérias-primas não energéticas e não alimentares, pressupõe-se que sigam os futuros até ao primeiro trimestre de 2015, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial. Os preços (em euros) dos produtos agrícolas no produtor na União Europeia, utilizados para a previsão dos preços no consumidor dos produtos alimentares, são projetados partindo de um modelo econométrico, que tem em conta a evolução dos preços internacionais das matérias-primas alimentares.

PROJEÇÕES PARA O CRESCIMENTO REAL DO PIB

O PIB real continuou a recuperar de forma moderada no quarto trimestre de 2013, aumentando 0.3% face ao trimestre precedente, após ter registado taxas de crescimento de 0.3% e 0.1%, respetivamente, no segundo e terceiro trimestres de 2013 (ver gráfico). Os dados recentes de inquéritos parecem ter estabilizado acima dos seus níveis médios de longo prazo, apontando para um novo aumento da atividade no primeiro trimestre de 2014. É provável que as condições meteorológicas muito amenas no inverno em alguns países tenham apoiado a atividade no primeiro trimestre. Projeta-se que o dinamismo subjacente do crescimento se mantenha moderado no decurso de 2014, aumentando depois ligeiramente. Espera-se que a recuperação gradual da procura interna em resultado da melhoria da confiança num contexto de menor incerteza, a orientação muito acomodaticia da política monetária e preços do petróleo mais baixos (que apoiam o rendimento disponível real) sejam os principais fatores subjacentes à retoma da atividade ao longo do horizonte de projeção. A procura interna deverá igualmente beneficiar de uma orientação menos restritiva da política orçamental nos próximos anos e da melhoria gradual das condições de oferta de crédito. Além disso, no decurso do horizonte de projeção, a atividade global será cada vez mais apoiada pelo impacto favorável, nas exportações, de um fortalecimento progressivo da procura externa, que será, no início, parcialmente mitigado pelo impacto da anterior apreciação da taxa de câmbio efetiva do euro. Espera-se que o impacto adverso sobre as perspetivas de crescimento, resultante da necessidade de novo ajustamento de balanços nos setores privado e público, do desemprego elevado e da incerteza ainda um pouco elevada, diminua progressivamente ao longo do horizonte de projeção.

Em geral, projeta-se que, face aos padrões históricos, a recuperação permaneça fraca e espera-se que o PIB real da área do euro supere o nível anterior à crise (isto é, o valor registado no primeiro trimestre de 2008) só a partir do final de 2015. Em termos médios anuais, o PIB real deverá aumentar 1.2% em 2014, 1.5% em 2015 e 1.8% em 2016. Este padrão de crescimento espelha um aumento constante da contribuição da procura interna, a par de um pequeno contributo positivo das exportações líquidas. Como se espera que o crescimento exceda o potencial, a capacidade disponível diminuirá de forma gradual ao longo do horizonte.

Analisando mais pormenorizadamente as componentes do crescimento, projeta-se que as exportações extra-área do euro ganhem dinamismo no decurso de 2014 e 2015, refletindo o fortalecimento da procura externa da área do euro e o desvanecimento gradual do impacto adverso da anterior apreciação do euro. De acordo com as projeções, as quotas de mercado das exportações da área do euro registarão uma ligeira descida durante o horizonte de projeção, espelhando o impacto de recentes perdas de competitividade. O crescimento das exportações intra-área do euro deverá ser mais lento do que o das exportações extra-área do euro, devido à fraqueza relativa da procura interna na área do euro.

Quanto ao investimento empresarial, projeta-se que aumente de modo gradual, ainda que a um ritmo demasiado moderado para regressar aos níveis anteriores à crise. Espera-se que o investimento empresarial seja apoiado por diversos fatores: o projetado fortalecimento gradual da procura interna e externa; o nível muito baixo das taxas de juro; a reduzida incerteza; a necessidade de modernizar o *stock* de capital, após vários anos de investimento fraco; o desaparecimento dos efeitos adversos da oferta de crédito; e um ligeiro fortalecimento das margens de lucro, com a retoma da atividade. No entanto, de acordo com a avaliação efetuada, o impacto adverso combinado da ampla capacidade produtiva disponível, da necessidade de nova reestruturação dos balanços das empresas, de condições de financiamento desfavoráveis em algumas áreas e de um nível de incerteza relativamente elevado em alguns países desvanecer-se-á apenas de forma progressiva durante o horizonte de projeção.

Espera-se que o investimento residencial registe um aumento modesto no primeiro semestre de 2014 e que ganhe apenas um pouco de força ao longo do resto do horizonte de projeção. A necessidade de novo ajustamento nos mercados da habitação em determinados países e a debilidade do crescimento do

rendimento disponível real continuam a pesar sobre as perspetivas. Além disso, a relativa atratividade do investimento residencial em outros países, apoiada por taxas hipotecárias historicamente baixas, apenas poderá ter um impacto gradual, uma vez que o setor da construção nesses países já se encontra próximo dos limites de capacidade. Quanto ao investimento público, espera-se que permaneça relativamente fraco no decurso do horizonte de projeção, em virtude das medidas de consolidação orçamental previstas em vários países da área do euro.

No que respeita ao emprego em termos de número de indivíduos empregados, a projeção é de que apresente um ligeiro aumento em 2014, ganhando dinamismo subsequentemente. A fraca recuperação do emprego reflete a retoma modesta da atividade, o desfasamento normal da reação do emprego a flutuações do produto, um aumento das horas trabalhadas por indivíduo empregado, novos cortes do número de empregados no setor público e a incerteza acrescida em alguns países, que pesa sobre os planos de contratação no setor privado. É provável que estes fatores prevaleçam sobre o impacto positivo das reformas no mercado de trabalho, as quais aumentaram a flexibilidade e diminuíram o limiar de referência do crescimento do produto para a criação de emprego em alguns países sob pressão. A população ativa deverá aumentar moderadamente ao longo do horizonte de projeção, à medida que determinados segmentos da população forem regressando, de forma gradual, ao mercado de trabalho. Espera-se que a taxa de desemprego registre uma descida modesta durante o horizonte de projeção, mas permaneça acima de 11% em 2016. Projeta-se que a produtividade do trabalho (medida como produto por indivíduo empregado) aumente ao longo do horizonte de projeção, refletindo a esperada aceleração da atividade económica e a reação desfasada do emprego.

Quadro 2 Projeções macroeconómicas para a área do euro¹⁾

(variação anual, em percentagem)

	Março de 2014				Revisões desde Dezembro de 2013 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
PIB real ³⁾	-0.4	1.2	1.5	1.8	0.0	0.1	-0.1
		[0.8 – 1.6] ⁴⁾	[0.4 – 2.6] ⁴⁾	[0.7 – 2.9] ⁴⁾			
Consumo privado	-0.6	0.7	1.2	1.4	0.0	0.0	0.0
Consumo público	0.2	0.4	0.4	0.7	0.1	0.1	0.0
Formação bruta de capital fixo	-2.9	2.1	2.7	3.7	0.1	0.5	-0.1
Exportações ⁵⁾	1.1	3.6	4.7	5.1	0.1	-0.1	-0.2
Importações ⁵⁾	0.0	3.5	4.7	5.2	0.1	0.0	0.0
Emprego	-0.8	0.2	0.5	0.7	0.0	0.0	0.1
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	12.1	11.9	11.7	11.4	0.0	-0.1	-0.1
IHPC	1.4	1.0	1.3	1.5	0.0	-0.1	0.0
		[0.7 – 1.3] ⁴⁾	[0.6 – 2.0] ⁴⁾	[0.7 – 2.3] ⁴⁾			
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	1.4	1.2	1.5	1.7	0.0	-0.1	0.0
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	1.1	1.1	1.4	1.7	0.0	-0.2	0.0
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos ⁶⁾	1.0	1.0	1.4	1.7	0.0	-0.1	0.0
Custos unitários do trabalho	1.2	0.8	1.0	1.2	-0.2	-0.2	0.0
Remuneração por trabalhador	1.7	1.7	2.0	2.3	-0.1	-0.1	-0.1
Produtividade do trabalho	0.4	0.9	1.0	1.1	0.1	0.1	-0.1
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-3.2	-2.7	-2.5	-2.1	0.0	-0.1	-0.1
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) ⁷⁾	-2.5	-2.2	-2.2	-2.0	0.0	0.0	-0.1
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	92.9	93.5	93.2	92.2	-0.3	-0.1	0.2
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	2.2	2.4	2.6	2.7	0.2	0.2	0.0

1) Os dados referem-se à área do euro incluindo a Letónia, exceto os dados relativos ao IHPC em 2013. A variação média anual em percentagem do IHPC para 2014 é baseada numa composição da área do euro que inclui, já em 2013, a Letónia.

2) As revisões são calculadas a partir de valores não arredondados.

3) Dados corrigidos de dias úteis.

4) 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 documentado na publicação do BCE intitulada “*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*” (Novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE), de dezembro de 2009, disponibilizada no sítio do BCE.

5) Incluindo comércio intra-área do euro.

6) O subíndice tem por base estimativas de efeitos observados 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.

7) Calculado como o saldo orçamental das administrações públicas líquido de efeitos transitórios do ciclo económico e de medidas temporárias tomadas pelos governos. O cálculo segue a abordagem aplicada pelo SEBC aos saldos orçamentais corrigidos do ciclo (ver Bouthevillain, C. *et al.*, “Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach”, Série de Documentos de Trabalho do BCE, n.º 77, setembro de 2001) e a definição do SEBC de “medidas temporárias” (ver Kremer, J. *et al.*, “A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances”, Série de Documentos de Trabalho do BCE, n.º 579, janeiro de 2006). A projeção do saldo estrutural não é calculada 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 uma análise deste tema, também no que se refere à metodologia da Comissão, ver a caixa intitulada “Ajustamento cíclico do saldo orçamental público”, na edição de março de 2012 do Boletim Mensal.

No que respeita ao consumo privado, espera-se que ganhe algum dinamismo no decurso de 2014 e nos anos seguintes, face ao aumento do crescimento do rendimento disponível real, em virtude do crescimento mais forte dos rendimentos do trabalho, da melhoria gradual das condições no mercado de trabalho, do ritmo mais lento da consolidação orçamental e da inflação baixa, sendo moderado apenas, em parte, por uma ligeira subida do rácio de poupança. Relativamente ao consumo público, a projeção é de que aumente de forma moderada ao longo do horizonte de projeção.

Projeta-se que o ritmo de crescimento das importações extra-área do euro registre uma aceleração moderada durante o horizonte de projeção, devido, em parte, ao impacto da anterior apreciação do euro. Deverá, contudo, permanecer contido pelo crescimento fraco da procura total. Quanto ao comércio líquido, espera-se que contribua positivamente, mas de forma moderada, para o crescimento real do PIB no decurso do horizonte de projeção. O excedente da balança corrente deverá aumentar, atingindo 2.7% do PIB em 2016.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas no Boletim Mensal de dezembro de 2013, a projeção para o crescimento real do PIB em 2014 foi revista ligeiramente em sentido ascendente.

PROJEÇÕES RELATIVAS A PREÇOS E CUSTOS

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC global situou-se em 0.8% em fevereiro de 2014, mantendo-se inalterada face ao último trimestre de 2013. A atual taxa de inflação contida reflete uma combinação da descida dos preços dos produtos energéticos e de aumentos moderados dos preços dos produtos alimentares, bem como uma tendência moderada dos preços dos serviços e dos preços dos produtos industriais não energéticos (ver a Secção 3 e a caixa intitulada “Impacto dos preços dos serviços e dos bens industriais não energéticos sobre a recente descida da inflação medida pelo IHPC” na presente edição do Boletim Mensal).

Numa análise prospetiva, espera-se que a inflação medida pelo IHPC permaneça em níveis baixos no curto prazo, subindo depois a partir de finais de 2014, em virtude da recuperação gradual da atividade. Projeta-se que a taxa de inflação anual se situe em 1.0% em 2014, 1.3% em 2015 e 1.5% em 2016. A expectativa é de que se situe em 1.7% no final de 2016.

Espera-se que estas perspetivas moderadas para a inflação se devam principalmente à trajetória descendente dos futuros dos preços do petróleo e à capacidade disponível na economia. O reforço gradual da procura e a redução em curso do excesso de capacidade no contexto de expectativas de inflação firmemente ancoradas deverão possibilitar um ligeiro aumento das margens de lucro e uma subida dos custos unitários do trabalho em grande parte da área do euro. Além disso, a diminuição gradual das necessidades de ajustamento em termos de custos e preços em países sob pressão deverá também contribuir para um aumento da inflação medida pelo IHPC no decurso do horizonte de projeção.

Mais especificamente, espera-se que os preços dos produtos energéticos registem uma ligeira descida ao longo do horizonte de projeção, espelhando a pressuposta trajetória dos preços do petróleo. Tal exercerá um impacto em sentido descendente na inflação medida pelo IHPC. O contributo dos preços dos produtos energéticos para a inflação homóloga medida pelo IHPC global deverá ser praticamente negligenciável durante o horizonte de projeção, o que compara com um contributo de 0.5 pontos percentuais, em média, desde 1999.

A inflação dos preços dos produtos alimentares deverá continuar a registar uma moderação nos três primeiros trimestres de 2014, devido à anterior descida dos preços (em euros) das matérias-primas alimentares e a efeitos de base em sentido descendente, projetando-se que aumente ao longo do resto do horizonte de projeção, em conformidade com a pressuposta subida dos preços das matérias-primas alimentares neste período. De acordo com as projeções, o contributo em sentido ascendente dos preços dos produtos alimentares para a inflação medida pelo IHPC global situar-se-á, em média, em 0.3 pontos percentuais no decurso do horizonte de projeção, ou seja, ligeiramente abaixo do seu contributo médio desde 1999 (0.5 pontos percentuais).

Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares aumente de modo gradual no decurso de 2014, situando-se, em média, em 1.1% no conjunto do ano, e registre uma subida para 1.4% em 2015 e 1.7% em 2016. Espera-se que esta evolução seja impulsionada pela projetada recuperação gradual da atividade económica. Segundo as projeções, o contributo médio desta componente para a inflação medida pelo IHPC global ao longo do horizonte de projeção situar-se-á em torno de 1.0 ponto percentual, sendo também ligeiramente inferior ao seu contributo médio desde 1999 (1.1 pontos percentuais).

Espera-se que os aumentos dos impostos indiretos incluídos nos planos de consolidação orçamental contribuam significativamente em sentido ascendente, em cerca de 0.2 pontos percentuais, para a inflação medida pelo IHPC em 2014. A magnitude deste contributo é comparável à registada em 2013. Projeta-se que estes contributos sejam negligenciáveis em 2015 e 2016, dada a falta de informação pormenorizada sobre as medidas orçamentais para esses anos. As projeções indicam, por conseguinte, que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos registará um aumento um pouco mais forte do que o índice incluindo impostos.

As pressões externas sobre os preços abrandaram no decurso de 2013, face à fraqueza da procura mundial, à apreciação da taxa de câmbio efetiva do euro e às descidas dos preços do petróleo e das matérias-primas não petrolíferas. Estes fatores levaram a uma descida do deflador das importações durante o ano. Numa análise prospetiva, contudo, dado o projetado fortalecimento da procura mundial ao longo do horizonte de projeção, o aumento esperado dos preços das matérias-primas não energéticas e o desvanecimento dos efeitos da anterior apreciação do euro, a expectativa é de que o deflador das importações aumente em 2014 e ao longo do resto do horizonte de projeção. Projeta-se que atinja taxas de variação homólogas em torno de 1.1% em 2016, ou seja, próximas da sua taxa de crescimento média de longo prazo.

Em relação às pressões internas sobre os preços, em virtude da continuação das condições fracas, embora em melhoria lenta, no mercado de trabalho da área do euro, projeta-se que a taxa de crescimento anual da remuneração por trabalhador permaneça, em geral, inalterada em 2014, ganhando depois mais dinamismo em 2015 e 2016. Espera-se que o crescimento dos custos unitários do trabalho diminua em 2014, refletindo o aumento cíclico do crescimento da produtividade, dada a reação desfasada do emprego numa recuperação económica e a taxa de crescimento da remuneração por trabalhador, em geral, inalterada ao longo do ano. Com o maior dinamismo da recuperação em 2015 e 2016 e a melhoria gradual dos mercados de trabalho, espera-se que o crescimento da remuneração por trabalhador um pouco mais forte do que o da produtividade conduza a um ligeiro aumento do crescimento dos custos unitários do trabalho.

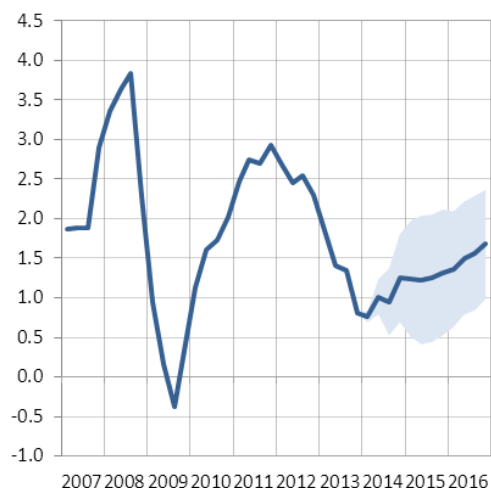
O crescimento do indicador das margens de lucro (calculado como a diferença entre o deflador do PIB a custo dos fatores e o crescimento dos custos unitários do trabalho) deverá fortalecer-se em 2014 e aumentar um pouco mais no decurso do horizonte de projeção, apoiado pela esperada melhoria das condições económicas.

Projeções macroeconómicas¹⁾

(dados trimestrais)

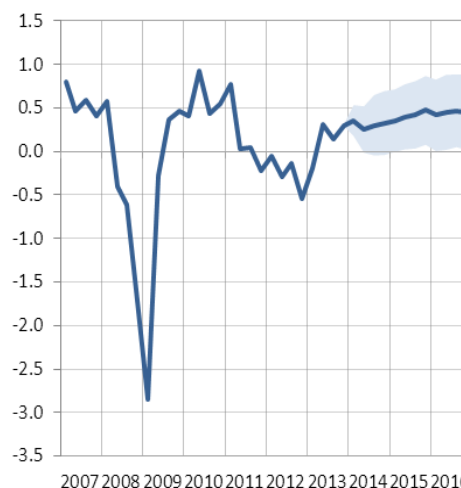
IHPC da área do euro

(variação homóloga, em percentagem)



PIB real da área do euro²⁾

(variação em termos trimestrais em cadeia, 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 documentado na publicação do BCE intitulada “*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*” (Novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE), de dezembro de 2009, disponibilizada no sítio do BCE.

2) Dados corrigidos de dias úteis.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas no Boletim Mensal de dezembro de 2013, a projeção para a inflação medida pelo IHPC global foi objeto de uma revisão em baixa de 0.1 pontos percentuais para 2014, mantendo-se inalterada para 2015.

PERSPETIVAS ORÇAMENTAIS

Com base nos pressupostos enunciados na Caixa 1, projeta-se que o rácio do défice das administrações públicas em relação ao PIB na área do euro diminua de 3.2% em 2013 para 2.7% em 2014 e registe nova diminuição, para 2.1%, em 2016. O menor défice projetado para 2014 reflete os esforços de consolidação orçamental em diversos países da área do euro e a redução das ajudas governamentais ao setor financeiro. Em 2015 e 2016, espera-se que a projetada descida gradual do défice das administrações públicas seja sobretudo impulsionada por um contributo favorável da componente cíclica, face à redução do excesso de capacidade, e, em menor medida, por uma melhoria continuada da componente estrutural, visto que, segundo as projeções, o ritmo de melhoria desta última será mais lento do que nos últimos anos. Em resultado, projeta-se que o saldo orçamental estrutural (isto é, o saldo corrigido do ciclo e líquido de todas as medidas temporárias) melhore de forma perceptível em 2014 e, em menor grau, no resto do horizonte de projeção. De acordo com as projeções, na área do euro, o rácio da dívida pública bruta em relação ao PIB atingirá um máximo de 93.5% em 2014, diminuindo depois para 92.2% em 2016.

ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

As projeções assentam, em grande medida, em pressupostos técnicos relativos à evolução de determinadas variáveis fundamentais. Considerando que algumas destas variáveis podem ter um impacto significativo nas projeções para a área do euro, a sensibilidade das mesmas no que respeita a trajetórias alternativas destes pressupostos subjacentes pode ajudar na análise dos riscos em torno das projeções. Na presente caixa, discute-se a incerteza quanto a três pressupostos subjacentes essenciais e a sensibilidade das projeções relativamente aos mesmos¹.

1) TRAJETÓRIA ALTERNATIVA DOS PREÇOS DO PETRÓLEO

Os pressupostos relativos aos preços do petróleo nas atuais projeções dos especialistas do BCE têm por base as expectativas do mercado medidas pelos futuros dos preços do petróleo na quinzena finda na data-limite. Presentemente, implicam uma descida continuada dos preços do petróleo ao longo do horizonte de projeção. No entanto, a incerteza permanece no que respeita a este perfil. A evolução tanto da procura como da oferta encontra-se rodeada de incerteza.

Do lado da procura, poderia verificar-se um impacto negativo, nos preços das matérias-primas a nível mundial, de um abrandamento do crescimento em economias de mercado emergentes. Por outro lado, poderiam surgir preços do petróleo mais elevados no caso de uma recuperação mais forte a nível mundial e, em particular, nos Estados Unidos. Ao mesmo tempo, do lado da oferta, a avaliação efetuada indica que o efeito do aumento da produção de petróleo de xisto durante o horizonte de projeção é limitado por duas razões. Em primeiro lugar, a maioria dos efeitos do petróleo de xisto parece já ter sido tomada em consideração na fixação de preços e, em segundo, mesmo alterações consideráveis na escala da produção dos Estados Unidos podem ter apenas um efeito reduzido nos preços internacionais, devido a uma possível reação compensatória da produção de petróleo na Arábia Saudita. Simultaneamente, poderão verificar-se pressões em sentido ascendente sobre os preços do petróleo do lado da oferta, associadas a acontecimentos geopolíticos inesperados.

Em geral, no contexto de uma recuperação mundial, parece ser plausível um preço do petróleo mais elevado do que o pressuposto na projeção de referência. Por conseguinte, é tomado em consideração na presente análise de sensibilidade um ajustamento em sentido ascendente da trajetória dos futuros dos preços do petróleo, com base na utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora dos Estados Unidos². A trajetória alternativa pressupõe que, em 2014, 2015 e 2016, os preços do petróleo se situem, respetivamente, 2%, 8% e 14% acima dos preços dos futuros. Com base em modelos macroeconómicos elaborados por especialistas do BCE, o preço mais elevado do petróleo levaria a que a inflação medida pelo IHPC se situasse 0.2 pontos percentuais acima da projeção de referência em 2015 e 2016. Paralelamente, preços do petróleo mais elevados atenuariam também o crescimento real do PIB, que seria 0.1 pontos percentuais mais baixo em 2016.

2) TAXA DE CÂMBIO DO EURO MAIS BAIXA

A taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face aos 20 principais parceiros comerciais da área do euro, registou um fortalecimento nos últimos meses, situando-se presentemente 3% acima da sua média histórica de longo prazo desde 1999. Os participantes no mercado atribuíram este fortalecimento, em larga medida, à atual contenção dos investidores mundiais em relação a ativos de mercados emergentes (com parte do capital a fluir para a área do euro), à correção das moedas de grandes países exportadores de matérias-primas e à persistente fraqueza do iene japonês.

A projeção de referência pressupõe que as taxas de câmbio bilaterais permanecem inalteradas, ao longo do horizonte de projeção, nos níveis médios prevalentes na quinzena finda na data-limite de 12 de fevereiro de 2014. Neste contexto, e para fins ilustrativos, é construída uma trajetória alternativa estilizada da taxa de câmbio, pressupondo-se uma depreciação do euro, em termos efetivos nominais, de

3% a partir do segundo trimestre de 2014. Os resultados desta pressuposta depreciação apontam para um aumento, de cerca de 0.1-0.2 pontos percentuais, do crescimento real do PIB e da inflação medida pelo IHPC em cada ano no decurso do horizonte de projeção.

3) CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL ADICIONAL

Como referido na Caixa 1, os pressupostos em termos de políticas orçamentais incluem todas as medidas de política já aprovadas pelos parlamentos nacionais ou especificadas em suficiente pormenor pelos governos e que provavelmente serão aprovadas no âmbito do processo legislativo. Para a maioria dos países, as medidas incluídas na projeção de referência ficam aquém dos requisitos de consolidação orçamental, ao abrigo das vertentes corretiva e preventiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento. O compromisso no sentido do cumprimento destes requisitos encontra-se globalmente refletido nos objetivos orçamentais definidos pelos governos nas respetivas leis orçamentais ou projetos de planos orçamentais para 2014, nos documentos dos programas da UE e do FMI e, em certa medida, nos programas de estabilidade de 2013 (que serão atualizados em abril de 2014). Todavia, muitas vezes, as medidas subjacentes destinadas a alcançar esses objetivos não são referidas ou não são suficientemente bem definidas, não tendo, por conseguinte, sido tomadas em consideração na projeção de referência, em especial no que respeita ao período de 2015 e 2016, que não é abrangido nos atuais projetos de orçamento da maioria dos países. Assim, é não só necessário, como também provável, que, até 2016, a maioria dos governos adote medidas de consolidação orçamental adicional, em comparação com as incorporadas na projeção de referência.

Pressupostos subjacentes à análise de sensibilidade orçamental

A análise de sensibilidade orçamental toma como ponto de partida o “desvio orçamental” entre os objetivos orçamentais dos países e as projeções orçamentais de referência. Para aferir a provável consolidação orçamental adicional, consideram-se as condições e a informação, tanto em termos de dimensão como de composição, específicas aos países. Em particular, com a informação específica aos países visa-se captar as incertezas em torno dos objetivos orçamentais, a probabilidade de medidas de consolidação orçamental adicional e os efeitos de retorno macroeconómico associados.

Com base nesta abordagem, segundo a avaliação efetuada, a consolidação adicional na área do euro em 2014 situar-se-á em torno de 0.1% do PIB, sendo prováveis novas medidas suplementares em 2015 (cerca de 0.6% do PIB) e, em menor grau, em 2016 (cerca de 0.3% do PIB), elevando a consolidação orçamental adicional acumulada até ao final de 2016 a, aproximadamente, 1.0% do PIB. No que respeita à composição das medidas orçamentais, a análise de sensibilidade procura incorporar perfis temporais específicos e perfis próprios dos países relativos aos esforços de consolidação adicional mais prováveis. No âmbito deste exercício, a nível agregado da área do euro, a consolidação orçamental é avaliada como enviesada para o lado da despesa do orçamento, incluindo, contudo, também aumentos dos impostos diretos e indiretos e das contribuições para a segurança social.

Impacto macroeconómico da consolidação orçamental adicional

O quadro a seguir resume os resultados da simulação do impacto do exercício de análise de sensibilidade orçamental no crescimento real do PIB e na inflação medida pelo IHPC na área do euro, com base no novo modelo para o conjunto da área do euro (*New Area-Wide Model* — NAWM)³ do BCE.

Impacto macroeconómico estimado da consolidação orçamental adicional no crescimento do PIB e na inflação medida pelo IHPC, na área do euro

(em percentagem do PIB)

	2014	2015	2016
Objetivos orçamentais dos países ¹⁾	-2.4	-1.6	-0.8
Projeções orçamentais de referência	-2.7	-2.5	-2.1
Consolidação orçamental adicional (em termos acumulados) ²⁾	0.1	0.7	1.0
Efeitos da consolidação orçamental adicional (em pontos percentuais) ³⁾			
Crescimento real do PIB	-0.1	-0.4	-0.1
Inflação medida pelo IHPC	0.0	0.1	0.1

- 1) Objetivos nominais, tal como incluídos nos documentos mais recentes dos programas da UE e do FMI para os países relevantes; últimas recomendações, no âmbito do procedimento relativo aos défices excessivos, emitidas para os países sujeitos a um procedimento por défice excessivo; leis orçamentais e projetos de planos orçamentais para 2014; e atualizações de 2013 dos programas de estabilidade dos países não sujeitos a um procedimento por défice excessivo.
- 2) Análise de sensibilidade assente em avaliações efetuadas por especialistas do Eurosistema.
- 3) Desvios em pontos percentuais, face à projeção de referência, para o crescimento real do PIB e a inflação medida pelo IHPC (ambos em termos anuais). O impacto macroeconómico é simulado utilizando o NAWM do BCE.

O impacto macroeconómico da consolidação orçamental adicional é limitado em 2014, estimando-se que se situe em torno de -0.4 pontos percentuais em 2015 e seja novamente limitado em 2016. Estima-se que o impacto na inflação medida pelo IHPC se situe em redor de 0.1 pontos percentuais.

A análise atual aponta, por conseguinte, para alguns riscos em sentido descendente quanto à projeção de referência para o crescimento real do PIB, especialmente em 2015, em virtude de essa projeção não incluir todas as medidas de consolidação orçamental pretendidas. Ao mesmo tempo, existem também riscos em sentido ascendente para a inflação, dado a avaliação ser no sentido de que parte da consolidação adicional resulta de aumentos dos impostos indiretos.

É de sublinhar que a análise de sensibilidade orçamental se centra apenas nos potenciais efeitos de curto prazo de uma provável consolidação orçamental adicional. Embora até medidas de consolidação orçamental bem concebidas tenham frequentemente efeitos de curto prazo negativos sobre o crescimento real do PIB, verificam-se efeitos positivos a mais longo prazo na atividade, os quais não são evidentes no horizonte desta análise⁴. Por último, os resultados da análise não devem ser interpretados como colocando em causa a necessidade de esforços de consolidação orçamental adicional ao longo do horizonte de projeção. São, de facto, necessários esforços no sentido de uma consolidação adicional, a fim de restabelecer a solidez das finanças públicas na área do euro. Sem essa consolidação, existe o risco de a determinação do preço da dívida soberana poder vir a ser adversamente afetada. Além disso, os efeitos sobre a confiança poderão ser negativos, dificultando a recuperação económica.

- 1 Todas as simulações foram efetuadas com base no pressuposto de que não se verificarão alterações de política ou de quaisquer outras variáveis relativas aos pressupostos técnicos e ao enquadramento internacional da área do euro.
- 2 Para uma descrição detalhada do modelo utilizado no cálculo deste ajustamento em sentido ascendente, ver Pagano, P. e Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, n.º 1, art. 24, 2009.
- 3 Para uma descrição deste modelo, ver Christoffel, K., Coenen, G. e Warne, A., "The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Série de Documentos de Trabalho do BCE*, n.º 944, outubro de 2008.
- 4 A caixa publicada na edição de dezembro de 2012 do Boletim Mensal, intitulada "O papel dos multiplicadores orçamentais no atual debate sobre consolidação", fornece uma análise mais pormenorizada dos efeitos macroeconómicos da consolidação orçamental.

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 acerca das 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 quadro a seguir).

Segundo as previsões atualmente disponíveis de outras instituições, o crescimento real do PIB na área do euro em 2014 e 2015 deverá ser idêntico à trajetória projetada pelos especialistas do BCE. As projeções para o crescimento real do PIB em 2016 estão dentro do intervalo avançado nas projeções dos especialistas do BCE. No tocante à inflação, as previsões da maioria das outras instituições apontam para uma inflação média anual medida pelo IHPC, em 2014 e 2015, próxima da projeção dos especialistas do BCE. De acordo com as outras projeções disponíveis, a inflação medida pelo IHPC situar-se-á, em média, entre 1.5% e 1.8% em 2016, ou seja, dentro do intervalo apresentado nas 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		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projeções dos especialistas do BCE	Março de 2014	1.2	1.5	1.8	1.0	1.3	1.5
		[0.8 – 1.6]	[0.4 – 2.6]	[0.7-2.9]	[0.7-1.3]	[0.6 – 2.0]	[0.7 – 2.3]
Comissão Europeia	Fevereiro de 2014	1.2	1.8	-	1.0	1.3	-
OCDE	Novembro de 2013	1.0	1.6	-	1.2	1.2	-
Barómetro da Zona Euro	Fevereiro de 2014	1.1	1.5	1.5	1.0	1.3	1.8
Previsões da Consensus Economics	Fevereiro de 2014	1.0	1.4	1.5	1.0	1.4	1.8
Inquérito a Analistas Profissionais	Fevereiro de 2014	1.0	1.5	1.7	1.1	1.4	1.7
FMI	Janeiro de 2014	1.0	1.4	1.5	1.5	1.4	1.5

Fontes: Previsões Económicas Europeias do inverno de 2014, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook* do FMI, versão atualizada de janeiro de 2014 (PIB); *World Economic Outlook*, de outubro de 2013, do FMI; *Economic Outlook*, de novembro de 2013, 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, 2014

Morada: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Alemanha

Endereço postal: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Alemanha

Telefone: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Todos os direitos reservados.

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