



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

# PROJEÇÕES MACROECONÓMICAS DE JUNHO DE 2015 PARA A ÁREA DO EURO ELABORADAS POR ESPECIALISTAS DO EUROSISTEMA<sup>1</sup>

## 1. PERSPETIVAS PARA A ÁREA DO EURO: VISÃO GERAL E PRINCIPAIS ELEMENTOS

**As projeções de junho confirmam as perspetivas de uma recuperação na área do euro.** De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, o produto interno bruto (PIB) real aumentou 0.4% no primeiro trimestre de 2015 e resultados recentes de inquéritos apontam para uma continuação da retoma cíclica. Para além do curto prazo, persistem os fatores subjacentes à esperada recuperação económica sustentada.

**Fatores externos apoiarão as perspetivas quanto à atividade.** Não obstante uma subida modesta, o pressuposto nível, ainda comparativamente baixo, dos preços do petróleo continua a apoiar o consumo privado e o investimento das empresas. Além disso, projeta-se que a procura externa da área do euro aumente um pouco ao longo do horizonte de projeção. A procura externa é apoiada sobretudo pelo crescimento mais forte das economias avançadas, tendo as perspetivas referentes aos mercados emergentes abrandado ligeiramente.

**As recentes medidas de política monetária do Banco Central Europeu (BCE) deverão apoiar a procura agregada.** Verificou-se uma nova descida das taxas ativas bancárias, em resultado do programa alargado de compra de ativos do BCE, os preços das ações subiram de forma significativa e a taxa de câmbio do euro registou uma depreciação acentuada. Por conseguinte, espera-se que a procura agregada e, mais especificamente, a formação de capital fixo e as exportações beneficiem da orientação acomodatória da política monetária. As recentes medidas de política monetária não convencionais deverão apoiar a procura agregada, também através do canal de reequilíbrio de carteiras e dos efeitos sobre a confiança.

**A procura interna deverá igualmente beneficiar de outros fatores.** Espera-se que a orientação orçamental, medida como uma variação do saldo primário corrigido do ciclo, seja globalmente neutra ao longo do horizonte de projeção, contrastando com a orientação restritiva observada até 2013. Verificou-se uma nova melhoria das condições de oferta de crédito, como indicado pelos resultados do mais recente inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito na área do euro, que apontam para uma menor restritividade dos critérios de concessão de empréstimos e das condições de financiamento. A dívida das sociedades não financeiras (medida como uma percentagem do PIB) registou nova descida ligeira em 2014, prosseguindo a tendência observada desde 2012. As famílias terão também realizado alguns progressos na redução do endividamento, em especial em países com um ónus de dívida comparativamente elevado. Além disso, espera-se que o processo de ajustamento nos mercados da habitação tenha terminado em muitos países, como sinalizado pelos valores mínimos dos preços da habitação.

**Perduram, no entanto, restrições estruturais.** O endividamento do setor público continuou a aumentar, embora a um ritmo mais lento, devendo manter-se em níveis altos em alguns países. Não obstante uma

---

<sup>1</sup> As projeções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema fazem parte do material preparado para o Conselho do BCE, no sentido de este avaliar a evolução económica e os riscos para a estabilidade de preços. É fornecida informação sobre os procedimentos e as técnicas utilizados num guia sobre as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema (*A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*), publicado em junho de 2001 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE. A data de fecho da informação mais recente incluída neste exercício foi 20 de maio de 2015.

O exercício de projeção macroeconómica atual abrange o período de 2015 a 2017. 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.

melhoria geral, a evolução do mercado de trabalho permanecerá ensombrada por taxas de desemprego estrutural elevadas em alguns países. Acresce que as preocupações quanto ao potencial de crescimento a longo prazo, aos progressos lentos na implementação de reformas estruturais, à remanescente ampla capacidade disponível e aos ainda elevados níveis de dívida das empresas em alguns países continuarão a pesar sobre as despesas de investimento.

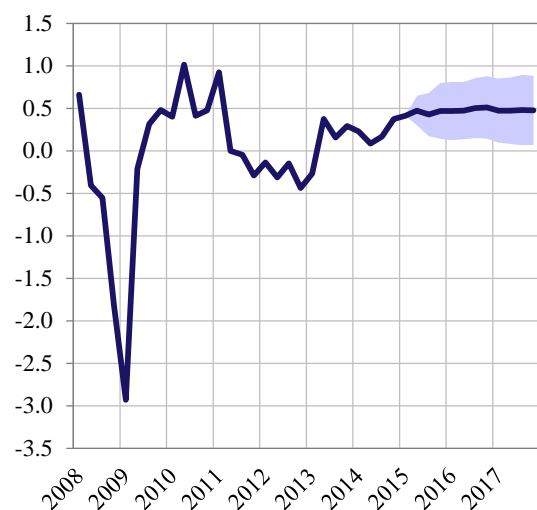
**De um modo geral, projeta-se que o crescimento real do PIB aumente substancialmente, passando de 0.9% em 2014 para 1.5% em 2015, 1.9% em 2016 e 2.0% em 2017.** Em contrapartida, estima-se que o ritmo de crescimento do produto potencial se situe em torno de 1% ao longo do horizonte de projeção, em virtude de se esperar que os contributos do trabalho e do capital permaneçam fracos. Projeta-se, assim, que o desvio negativo do produto registe um estreitamento considerável perto do final do horizonte de projeção.

**Gráfico 1: Projeções macroeconómicas<sup>1)</sup>**

(dados trimestrais)

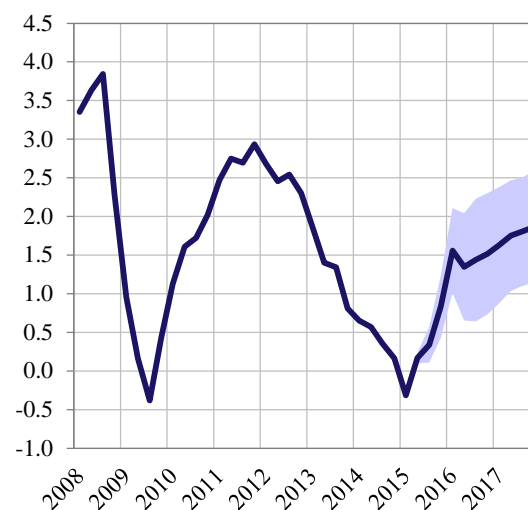
#### **PIB real da área do euro<sup>2)</sup>**

(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, é 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.

**Considera-se que a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) atingiu os seus valores mais baixos em janeiro de 2015, tendo vindo a registar uma pequena subida nos últimos meses.** O principal fator impulsionador deste aumento foi um abrandamento da pressão em sentido descendente da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC, devido a uma subida dos preços do petróleo denominados em dólares dos Estados Unidos. Além disso, a inflação mais forte da componente de preços dos produtos alimentares do IHPC, refletindo os aumentos dos preços das matérias-primas alimentares, exerceu uma pressão em alta. O impacto destes movimentos ascendentes dos preços das matérias-primas foi reforçado por uma depreciação do euro. Em contraste, a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares permaneceu fraca nos últimos meses, não apresentando ainda sinais de subida. No que respeita à inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, as pressões em alta sobre os preços são, até à data, apenas evidentes nas fases iniciais da cadeia de preços, em particular nos preços das importações, e ainda não afetaram os preços no produtor internos.

**Em geral, projeta-se que a inflação medida pelo IHPC registre nova subida no decurso de 2015, situando-se, em média, em 0.3% no conjunto do ano.** Espera-se que efeitos de base em sentido ascendente, a par do esperado aumento dos preços do petróleo implícito nos mercados de futuros (ver Caixa 2), resultem numa dinâmica menos negativa da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC ao longo do ano. A inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares deverá apresentar um fortalecimento gradual durante 2015. A decrescente capacidade disponível no mercado de trabalho e no conjunto da economia deverá refletir-se num crescimento mais firme dos salários e das margens de lucro. Além disso, a taxa de câmbio do euro mais baixa e os efeitos indiretos dos pressupostos aumentos dos preços das matérias-primas energéticas e não energéticas deverão contribuir para a subida da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares.

**Estima-se que a inflação medida pelo IHPC global (inflação global) continue a subir, situando-se em 1.5% em 2016 e 1.8% em 2017, devido a nova diminuição da margem disponível na economia e pressões externas positivas sobre os preços.** Os esperados aumentos refletem, por seu turno, os efeitos desfasados do canal da taxa de câmbio e a inclinação ascendente da curva dos preços dos futuros do petróleo. A inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares deverá também registar novo fortalecimento, atingindo 1.7% em 2017.

## 2. ECONOMIA REAL

**Considera-se que, ao longo do horizonte de projeção, se verificará uma recuperação cíclica generalizada da atividade na área do euro.** No primeiro trimestre de 2015, a atividade manteve o dinamismo observado no final do ano transato. Inquéritos apontam para uma continuação da retoma cíclica em meados de 2015. As perspetivas positivas refletem especialmente o esperado impacto, benéfico para a atividade, da depreciação do euro desde meados de 2014, das taxas de juro baixas, em parte devido ao programa alargado de compra de ativos, e dos efeitos favoráveis a nível do rendimento, decorrentes dos preços mais baixos dos produtos energéticos.

**As despesas de consumo privado deverão continuar a ser o principal fator impulsionador da recuperação.** As perspetivas de curto prazo quanto ao crescimento do rendimento disponível real permanecem favoráveis, embora se espere que o seu dinamismo seja travado pelo impacto da inversão parcial da descida dos preços dos produtos energéticos. Subsequentemente, espera-se que os rendimentos salariais aumentem, no contexto de um crescimento estável do emprego e de uma aceleração da remuneração nominal por trabalhador, esperando-se também um aumento de outros rendimentos pessoais, em virtude da recuperação da economia em geral. Custos de financiamento baixos e uma menor restritividade das condições de financiamento deverão apoiar o consumo privado e, em certa medida, elevar a riqueza líquida das famílias – refletindo tanto os aumentos dos ativos financeiros em 2015 como as esperadas novas melhorias nos mercados da habitação no período de 2016 a 2017. Em geral, projeta-se que o crescimento anual do consumo privado seja, em média, de 1.7% ao longo do horizonte de projeção.

**O rácio de poupança deverá registar uma queda ligeira nos próximos trimestres, após uma subida inicial na sequência dos aumentos do rendimento real relacionados com os preços do petróleo.** Posteriormente, efeitos compensatórios entre países implicam que o nível do rácio de poupança permanecerá inalterado ao longo do resto do horizonte de projeção. Por um lado, os rendimentos de juros muito baixos tendem a desencorajar a poupança por meio de um efeito de substituição intertemporal. Além disso, em alguns países, uma nova melhoria da confiança dos consumidores, conjuntamente com uma diminuição gradual do desemprego, poderá resultar num nível menor de poupança por motivos de precaução. Acresce que as famílias poderão vir a realizar, cada vez mais, grandes compras, anteriormente adiadas, reduzindo assim o rácio de poupança. Por outro lado, em outros países, espera-se que a incerteza ainda elevada relacionada com a crise da dívida soberana, bem como os níveis altos de desemprego e dívida, continuem a exercer alguma pressão em sentido ascendente sobre a poupança.

**Após oito anos de contração, a descida do investimento residencial na área do euro deverá cessar em 2015.** Contudo, a melhoria das perspetivas relativas ao investimento residencial será apenas gradual, dado que estas permanecem ensombradas pelas fragilidades remanescentes em alguns países. No entanto,

com o tempo, o investimento residencial deverá ganhar dinamismo, apoiado pelo crescimento sustentado do rendimento disponível real, pelas taxas hipotecárias muito baixas e pela menor restritividade das condições de financiamento. Tal deverá resultar num crescimento mais forte dos empréstimos às famílias. Ainda assim, é provável que os níveis elevados da dívida das famílias em alguns países e os efeitos demográficos desfavoráveis em outros obstem a um aumento mais forte do investimento residencial.

**O investimento empresarial deverá ganhar dinamismo gradualmente, impulsionado pelo programa alargado de compra de ativos e pela retoma cíclica.** Deverá continuar a registar uma recuperação modesta no decurso de 2015, tendo antes sido travado pela incerteza acrescida decorrente da crise da dívida soberana na área do euro, pelos lucros fracos, pela ampla capacidade disponível e por restrições na oferta de crédito em alguns países. Todavia, o impacto adverso destes fatores deverá diminuir ao longo do horizonte de projeção. Além disso, a pressão geral exercida pela desalavancagem das empresas na área do euro deverá ser menos limitativa do investimento empresarial do que anteriormente. Mais ainda, projeta-se que o fortalecimento da procura interna e externa, a necessidade de modernizar o *stock* de capital após vários anos de investimento reduzido, a orientação acomodatória da política monetária e o robustecimento das margens de lucro apoiem as despesas de capital. Contudo, em comparação com ciclos anteriores, a recuperação do investimento empresarial será travada pela incerteza remanescente, pelos estrangulamentos financeiros e pelas perspectivas de crescimento do produto potencial mais fracas.

**A procura externa da área do euro apresentou-se recentemente mais fraca do que o esperado, refletindo o abrandamento nos mercados emergentes.** Projeta-se que aumente de modo moderado, face à recuperação da atividade a nível mundial (ver Caixa 1). A procura externa deverá ganhar força ao longo do horizonte de projeção, mas projeta-se que o seu dinamismo seja bastante inferior ao anterior à crise, refletindo tanto uma atividade mundial mais baixa, como uma menor elasticidade do comércio mundial em relação ao crescimento. O aumento da procura externa da área do euro ocultará algumas das divergências entre os países da área do euro, que espelham diferenças setoriais e de padrões de comércio regional e o facto de que alguns países da área do euro são mais negativamente afetados do que outros, dada a sua exposição à Rússia e à região da Comunidade de Estados Independentes, assim como aos países exportadores de petróleo.

## Caixa I

### ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

**O crescimento mundial abrandou no início de 2015, uma vez que a economia internacional prosseguiu uma trajetória de recuperação moderada mas irregular, continuando a evolução das economias avançadas e das economias dos mercados emergentes a divergir.** Numa análise prospetiva, projeta-se que o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) aumente ao longo do horizonte de projeção, passando de 3.4%, em 2015, para um valor ligeiramente superior a 4%, no período de 2016 a 2017. De entre os fatores que deverão apoiar o crescimento mundial, espera-se que a queda dos preços do petróleo no ano transato beneficie os países importadores de petróleo. Condições de financiamento acomodatórias nas economias avançadas, não obstante a perspetiva de um aumento da restritividade monetária nos Estados Unidos, deverão igualmente apoiar a procura mundial. Além disso, os fatores adversos que têm vindo a travar o crescimento em diversas economias avançadas desde a crise financeira – a desalavancagem do setor privado, a consolidação orçamental e a fragilidade dos mercados de trabalho – estão a diminuir, proporcionando as bases para uma recuperação mais sustentada destas economias. Em contraste, as perspetivas nos mercados emergentes enfraqueceram, prosseguindo a trajetória de abrandamento dos últimos anos. Em algumas das economias com mercados emergentes, os persistentes desequilíbrios macroeconómicos restringem cada vez mais o potencial de crescimento. Em outras, verifica-se um ajustamento aos preços mais baixos das matérias-primas e à aguardada normalização das políticas monetárias nas economias avançadas.

**O crescimento do comércio mundial abrandou acentuadamente no início de 2015, esperando-se, porém, que registre um fortalecimento durante o horizonte de projeção.** Segundo as projeções, o crescimento do comércio mundial (excluindo a área do euro) aumentará de cerca de 2%, em 2015, para aproximadamente 5%, em 2016 e 2017. No entanto, espera-se que a elasticidade do comércio em relação

à atividade ao longo do horizonte de projeção permaneça inferior aos níveis pré-crise, refletindo um crescimento do PIB mundial menos assente no comércio.

**Em comparação com as projeções dos especialistas do BCE publicadas em março, a atividade mundial foi revista em baixa no que respeita a 2015, espelhando as perspetivas de curto prazo mais fracas.** A procura externa da área do euro foi também objeto de uma revisão em baixa, sobretudo para 2015, refletindo a projetada redução das importações por algumas das principais economias com mercados emergentes, nomeadamente a Rússia.

### Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Junho de 2015				Março de 2015			Revisões desde março de 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.7	3.4	4.1	4.1	3.8	4.2	4.1	-0.4	-0.1	0.0
Comércio mundial (excluindo a área do euro) <sup>1)</sup>	2.7	2.0	4.8	5.2	3.9	5.1	5.4	-1.8	-0.3	-0.2
Procura externa da área do euro <sup>2)</sup>	2.9	2.2	4.6	5.0	3.2	4.7	5.1	-1.0	-0.2	-0.1

Nota: As revisões são calculadas a partir de valores não arredondados.

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

**A subida gradual da procura externa e a taxa de câmbio mais fraca do euro deverão apoiar o crescimento das exportações ao longo do horizonte de projeção, verificando-se um aumento das quotas do mercado de exportações.** Espera-se que o crescimento das importações extra-área do euro acelere gradualmente durante o horizonte de projeção, espelhando o fortalecimento da procura total na área do euro. O excedente da balança corrente deverá diminuir um pouco, atingindo 2.0% do PIB em 2017.

**Em relação às condições no mercado de trabalho da área do euro, espera-se que continuem a melhorar no horizonte de projeção.** O emprego prosseguiu uma trajetória de recuperação no decurso de 2014, tendo adquirido dinamismo no primeiro trimestre de 2015. A recuperação em curso permanece mais forte do que o sugerido pela elasticidade histórica do emprego em relação à atividade geral, provavelmente refletindo o impacto favorável da moderação salarial e as recentes reformas do mercado de trabalho. Estima-se que o número de empregados continue a registar uma recuperação significativa durante o horizonte de projeção, graças sobretudo à retoma económica e, em alguns países, a incentivos orçamentais e a anteriores reformas do mercado de trabalho. Quanto ao número de horas trabalhadas por indivíduo empregado, projeta-se que aumente ligeiramente, mas ainda permaneça muito inferior aos níveis pré-crise. No que respeita à população ativa, espera-se que observe apenas uma expansão moderada, travada por efeitos de desencorajamento associados ao nível de desemprego ainda elevado em alguns países e fatores demográficos adversos em outros.

### Caixa 2

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

**Em comparação com as projeções de março, as variações em termos de pressupostos técnicos incluem preços do petróleo denominados em dólares dos Estados Unidos consideravelmente mais elevados, uma depreciação do euro e taxas de juro de longo prazo ligeiramente mais altas na área do euro.**

**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 12 de maio de 2015.** 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. Seguindo esta metodologia, obtém-se para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de 0.0%, em 2015 e 2016, e de 0.2%, em 2017. 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 1.3% em 2015, 1.7% em 2016 e 1.9% em 2017<sup>1</sup>. Refletindo a trajetória das taxas de juro do mercado a prazo e a transmissão gradual das variações das taxas do mercado às taxas ativas, espera-se que as taxas ativas bancárias compostas aplicadas aos empréstimos ao setor privado não financeiro da área do euro apresentem uma ligeira diminuição em 2015, registando posteriormente uma subida modesta no decurso de 2016 e 2017. No tocante aos preços das matérias-primas, com base na trajetória implícita nos mercados de futuros na quinzena finda na data de fecho da informação de 12 de maio, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent desça de USD 98.9 em 2014 para USD 63.8 em 2015, antes de subir para USD 71.0 em 2016 e USD 73.1 em 2017. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que diminuam substancialmente em 2015, aumentando depois em 2016 e 2017<sup>2</sup>. Em relação às taxas de câmbio bilaterais, parte-se do pressuposto de que, ao longo do horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevaletentes no período de duas semanas findo em 12 de maio, a data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio USD/EUR de 1.12 ao longo do horizonte de projeção.

#### Pressupostos técnicos

	Junho de 2015				Março de 2015			Revisões desde março de 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	0.2	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	2.0	1.3	1.7	1.9	1.2	1.4	1.6	0.1	0.3	0.3
Preço do petróleo (USD/barril)	98.9	63.8	71.0	73.1	58.5	66.8	70.7	9.0	6.3	3.4
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-6.2	-13.6	2.9	4.9	-11.0	2.6	4.8	-2.6	0.3	0.0
Taxa de câmbio USD/EUR	1.33	1.12	1.12	1.12	1.14	1.13	1.13	-1.8	-1.5	-1.5
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE19) (variação anual, em percentagem)	0.6	-9.5	-0.2	0.0	-7.9	-0.2	0.0	-1.6	0.0	0.0

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

- 1 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.
- 2 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 segundo trimestre de 2016, 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.

**No tocante à taxa de desemprego, espera-se que diminua, mas permaneça num nível historicamente elevado.** O número de desempregados deverá descer cerca de 2.8 milhões ao longo do horizonte de projeção e atingir o seu nível mais baixo desde meados de 2009, continuando, porém, a ser aproximadamente 4.5 milhões mais elevado do que o valor mínimo anterior à crise. A diminuição reflete o impacto em sentido descendente da subida do emprego, em parte compensado pelos efeitos em sentido ascendente do aumento da população ativa, ainda que em muito menor escala do que anteriormente.



Por conseguinte, espera-se que a taxa de desemprego registre uma queda acentuada durante o horizonte de projeção, atingindo 10.0% em 2017.

**As perspetivas para o crescimento mantêm-se praticamente inalteradas, em comparação com o exercício de projeção anterior.** Só para 2017 é que o crescimento real do PIB foi revisto ligeiramente em baixa, devido ao crescimento mais fraco do investimento privado.

### 3. PREÇOS E CUSTOS

**De acordo com as projeções, a inflação medida pelo IHPC será, em média, de 0.3% em 2015 e aumentará para 1.5% em 2016 e 1.8% em 2017.** No decurso de 2015, espera-se que suba impulsionada pela componente de preços dos produtos energéticos, devido a efeitos de base em sentido ascendente e aos pressupostos preços crescentes do petróleo implícitos nos mercados de futuros, bem como pela depreciação do euro desde meados de 2014, pelo pressuposto aumento dos preços de matérias-primas não energéticas e por cada vez maiores pressões internas sobre os preços, em resultado da recuperação económica. Em 2016 e 2017, a inflação global deverá registar nova subida, face a um fortalecimento das pressões internas sobre os preços, decorrente do estreitamento constante do desvio do produto, e em virtude de se esperar uma continuação das pressões em alta externas, em particular através de efeitos desfasados da depreciação do euro.

**Os preços das matérias-primas e a evolução cambial apresentam-se como importantes fatores impulsionadores da subida da inflação.** As quedas dos preços das matérias-primas energéticas e não energéticas ao longo da maior parte dos últimos dois anos, assim como a apreciação do euro no período até ao início de 2014, exerceram uma pressão em sentido descendente considerável sobre a inflação medida pelo IHPC e são responsáveis, em grande medida, pela descida acentuada da inflação para níveis muito baixos no passado recente. Espera-se que uma inflexão, do sentido descendente para o ascendente, das tendências externas a nível dos preços apoie a subida da inflação até 2017. As pressões em alta sobre os preços deverão advir dos pressupostos aumentos dos preços das matérias-primas energéticas e não energéticas, como sugerido pelas curvas dos futuros, durante o horizonte de projeção. A depreciação do euro desde meados de 2014 contribuirá também para a tendência ascendente da inflação e, tendo em conta os efeitos desfasados consideráveis dos movimentos da taxa de câmbio sobre a inflação, espera-se que as tendências ascendentes externas mais recentes a nível dos preços contribuam para o aumento da inflação até ao final do horizonte de projeção. Com base na evidência proporcionada por alguns estudos de uma diminuição das repercussões da taxa de câmbio na inflação da área do euro ao longo do tempo, considera-se, contudo, que o impacto em sentido ascendente da depreciação do euro será inferior ao observado em episódios anteriores.

**A melhoria das condições no mercado de trabalho deverá traduzir-se num fortalecimento do crescimento dos salários.** Projeta-se que a continuação do crescimento do emprego e a descida da taxa de desemprego apoiem uma subida gradual da taxa de crescimento da remuneração por empregado, de 1.5% em 2014 para 2.3% em 2017.

**O aumento do crescimento dos salários é atenuado por uma série de fatores.** Entre estes, incluem-se a margem disponível remanescente no mercado de trabalho e os processos de ajustamento da competitividade de custos em curso em alguns países da área do euro. Além disso, é provável que as reformas estruturais do mercado de trabalho, destinadas a apoiar o crescimento do emprego e implementadas durante a crise em alguns países da área do euro, travem o aumento do crescimento dos salários durante a atual retoma. Enquanto se espera que os aumentos dos salários sejam moderados, espera-se também que o impacto em sentido descendente sobre os salários, decorrente de efeitos de segunda ordem desencadeados pela anterior descida dos preços do petróleo, seja limitado. Tal reflete o facto de os sistemas de indexação automática dos salários serem aplicados principalmente no caso de ajustamentos de preços em sentido ascendente, assim como o facto de que tais sistemas foram temporariamente suspensos ou limitados em alguns dos países em que são utilizados.

**Considera-se que o crescimento dos custos unitários do trabalho aumentará apenas ligeiramente durante a recuperação económica.** Espera-se que as pressões a nível dos custos decorrentes da subida

dos salários sejam parcialmente compensadas pela aceleração cíclica da produtividade até 2017. O crescimento dos custos unitários do trabalho deverá aumentar para 1.3% em 2017.

**Quadro 1: Projeções macroeconómicas para a área do euro<sup>1)</sup>**

(variação anual, em percentagem)

	Junho de 2015				Março de 2015			Revisões desde março de 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real <sup>3)</sup>	0.9	1.5	1.9	2.0	1.5	1.9	2.1	0.0	0.0	-0.1
		[1.2 – 1.8] <sup>4)5)</sup>	[0.8 – 3.0] <sup>4)5)</sup>	[0.7 – 3.3] <sup>4)5)</sup>	[1.1 – 1.9] <sup>4)</sup>	[0.8 – 3.0] <sup>4)</sup>	[0.9 – 3.3] <sup>4)</sup>			
Consumo privado	1.0	1.9	1.6	1.6	1.8	1.6	1.6	0.1	0.0	0.0
Consumo público	0.7	0.7	0.7	0.8	1.0	0.6	0.8	-0.3	0.2	0.0
Formação bruta de capital fixo	1.2	1.9	3.5	3.9	1.7	4.1	4.6	0.1	-0.6	-0.7
Exportações <sup>6)</sup>	3.8	4.2	5.4	5.6	4.1	5.1	5.5	0.1	0.2	0.1
Importações <sup>6)</sup>	4.1	4.8	5.8	5.9	4.3	5.5	5.8	0.5	0.3	0.1
Emprego	0.6	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	0.0	0.0	0.0
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	11.6	11.1	10.6	10.0	11.1	10.5	9.9	0.0	0.1	0.0
IHPC	0.4	0.3	1.5	1.8	0.0	1.5	1.8	0.3	0.0	-0.1
		[0.2 – 0.4] <sup>4)</sup>	[0.9 – 2.1] <sup>4)</sup>	[1.0 – 2.6] <sup>4)</sup>	[-0.3 – 0.3] <sup>4)</sup>	[0.8 – 2.2] <sup>4)</sup>	[1.0 – 2.6] <sup>4)</sup>			
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	0.7	0.9	1.4	1.7	0.8	1.4	1.8	0.0	-0.1	0.0
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	0.8	0.8	1.4	1.7	0.8	1.3	1.7	0.0	0.0	0.0
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos <sup>7)</sup>	0.7	0.8	1.4	1.7	0.8	1.3	1.7	0.0	0.1	0.0
Custos unitários do trabalho	1.2	0.8	0.7	1.3	1.1	1.0	1.2	-0.3	-0.3	0.1
Remuneração por trabalhador	1.5	1.4	1.7	2.3	1.7	2.0	2.3	-0.3	-0.3	0.0
Produtividade do trabalho	0.3	0.6	1.0	1.0	0.6	1.0	1.1	0.0	0.0	-0.1
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-2.4	-2.1	-1.8	-1.5	-2.3	-1.9	-1.5	0.2	0.1	0.1
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) <sup>8)</sup>	-1.8	-1.7	-1.7	-1.4	-1.8	-1.7	-1.7	0.1	0.1	0.3
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	92.0	91.5	90.2	88.4	91.4	89.8	87.9	0.1	0.4	0.6
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	2.2	2.1	2.0	2.0	2.7	2.5	2.4	-0.6	-0.4	-0.4

1) Os dados referem-se à área do euro incluindo a Lituânia, exceto os dados do IHPC referentes a 2014. A variação percentual anual média do IHPC relativa a 2015 tem por base uma composição da área do euro em 2014 que já inclui a Lituânia.

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 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.

5) Os intervalos das projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema para o crescimento do PIB real em 2015, 2016 e 2017 foram objeto de correção depois da publicação inicial do presente documento em 3 de junho de 2015.

6) Incluindo comércio intra-área do euro.

7) 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.

8) 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.

**Relativamente às margens de lucro, projeta-se que aumentem com a continuação da recuperação.**

A avaliação é de que, na sequência do período de fragilidade observado ao longo dos últimos anos, as margens de lucro registarão uma recuperação no horizonte de projeção, face ao aumento da produtividade e ao fortalecimento da atividade económica, apoiando o poder de fixação de preços das empresas. Todavia, espera-se que as reformas dos mercados do produto implementadas durante a crise continuem a atenuar o crescimento das margens de lucro no decurso da retoma. A competitividade acrescida nos mercados do produto mundiais e internos pode também atrasar ou enfraquecer a recuperação cíclica das margens de lucro, comparativamente às regularidades históricas.

**Em comparação com as projeções publicadas em março, a projeção para a inflação medida pelo IHPC foi revista em alta no que respeita a 2015 e mantém-se globalmente inalterada no que toca a 2016 e 2017.** A revisão em alta para 2015 reflete os efeitos em sentido ascendente da recente subida dos preços do petróleo em euros, comparativamente ao exercício de projeção anterior.

#### 4. PERSPETIVAS ORÇAMENTAIS

**No que se refere à orientação orçamental, determinada com base na variação do saldo primário corrigido do ciclo, projeta-se que será globalmente neutra ao longo do horizonte de projeção.**

Tal reflete o crescimento moderado da despesa pública em relação ao crescimento tendencial do PIB em termos nominais, o qual se pressupõe que seja, em geral, compensado por cortes nos impostos em alguns países. O impacto positivo dos estabilizadores orçamentais automáticos na procura interna diminuirá com o tempo, face à recuperação da economia<sup>2</sup>.

**De acordo com as projeções, os rácios do défice e da dívida públicos diminuirão durante o horizonte de projeção.**

A diminuição do rácio do défice público em relação ao PIB deve-se inteiramente à melhoria cíclica da economia da área do euro e à diminuição das despesas com juros. Em contraste, projeta-se que o saldo orçamental primário estrutural permaneça, de um modo geral, inalterado ao longo do horizonte de projeção, espelhando a orientação orçamental globalmente neutra. Quanto ao rácio da dívida pública em relação ao PIB, a projeção é de que, após atingir um valor máximo em 2014, diminua no decurso do horizonte de projeção, em resultado da melhoria do saldo orçamental, do fortalecimento do crescimento económico e das taxas de juro baixas.

**Em comparação com as projeções publicadas em março, a trajetória do saldo orçamental das administrações públicas é ligeiramente mais favorável, ao passo que as perspetivas para a dívida se deterioraram um pouco.**

A pequena melhoria do saldo das administrações públicas advém sobretudo de um novo decréscimo dos custos de financiamento das entidades soberanas. As perspetivas quanto ao rácio da dívida pública foram revistas em alta, principalmente devido ao efeito de denominador de um PIB nominal mais baixo.

#### Caixa 3

##### ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

**As projeções assentam fortemente em pressupostos técnicos acerca da evolução de determinadas variáveis fundamentais.** Dado que algumas dessas variáveis podem ter um impacto considerável nas

<sup>2</sup> Os pressupostos orçamentais refletem a informação incluída nas leis orçamentais para 2015, assim como os planos orçamentais nacionais de médio prazo e as atualizações dos programas de estabilidade disponíveis em 20 de maio de 2015. Incluem todas as medidas de política já aprovadas pelos parlamentos nacionais ou definidas em suficiente pormenor pelos governos e que provavelmente serão aprovadas no âmbito do processo legislativo.

projeções para a área do euro, 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 aos preços do petróleo e às taxas de câmbio, e a sensibilidade das projeções a estas variáveis.

## 1) Trajetória alternativa dos preços do petróleo

**Modelos alternativos dos preços do petróleo apresentam preços do petróleo ligeiramente mais elevados em 2017.** Os pressupostos técnicos preveem um aumento dos preços do petróleo no horizonte de projeção (ver Caixa 2). Esta trajetória é compatível com uma recuperação da procura mundial de petróleo, face ao fortalecimento da economia mundial, e com uma ligeira redução da oferta de petróleo, devido a um subinvestimento e a perdas de capacidade de produção por alguns países produtores de petróleo. Os especialistas do Eurosistema recorrem a uma série de modelos alternativos para projetar os preços do petróleo durante o horizonte de projeção. Tais modelos incluem i) um modelo de futuros “ajustados pelo risco” – um modelo estatístico que corrige o erro de previsão dos futuros, ajustando um prémio de risco variável no tempo ligado à atividade económica dos Estados Unidos; ii) um modelo VAR de inspiração Bayesiana (*Bayesian vector autoregression* – BVAR) – um modelo empírico assente em dados relacionados com os fundamentos do petróleo (produção e existências) e a atividade mundial; e iii) um modelo de equilíbrio geral estocástico dinâmico (*dynamic stochastic general equilibrium* – DSGE) – um modelo teórico que capta a dinâmica de longo prazo do mercado do petróleo<sup>1</sup>. Uma média, com uma ponderação equivalente, das projeções dos preços do petróleo calculados com base nestes três modelos, juntamente com os preços do petróleo derivados dos mercados de futuros, conforme contemplado na projeção de referência, sugere atualmente preços do petróleo um pouco mais baixos em 2015 e 2016 do que na projeção de referência. Contudo, para 2017, esta combinação de modelos revela um aumento algo mais acentuado dos preços do petróleo, consentâneo com perdas de capacidade de produção de petróleo em alguns países. O impacto desta trajetória alternativa do crescimento real do PIB e da inflação em 2015 e 2016 é muito limitado, embora aponte para um crescimento marginalmente inferior em 2017 e uma inflação medida pelo IHPC ligeiramente mais elevada (+0.1 pontos percentuais).

## 2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

**As expetativas de orientações divergentes da política monetária na área do euro e nos Estados Unidos poderão resultar numa nova depreciação do euro.** Tal cenário implicaria um período prolongado de taxas de juro baixas na área do euro e uma normalização em alta mais rápida da política monetária nos Estados Unidos. Uma trajetória alternativa da taxa de câmbio do euro, envolvendo uma nova depreciação, 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 12 de maio de 2015. Esta trajetória comporta uma depreciação gradual do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a sua taxa de câmbio a ser de 1.03 em 2017, valor que é 8.2% mais baixo do que o 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 52%. Tal resulta numa divergência em baixa gradual da taxa de câmbio efetiva do euro relativamente à projeção de referência, atingindo a taxa de câmbio efetiva do euro um nível 4.3% mais baixo do que a projeção de referência em 2017. Neste cenário, os resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados por especialistas do Eurosistema apontam 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 2015, 2016 e 2017.

<sup>1</sup> Para mais pormenores, ver Manescu, C. e Van Robays, I., “Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance”, *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1735, BCE, 2014.

## PREVISÕES DE OUTRAS INSTITUIÇÕES

**Estão disponíveis várias previsões para a área do euro elaboradas por organizações internacionais e instituições do setor privado.** No entanto, essas previsões não são rigorosamente comparáveis entre si ou com as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema, dado que foram concluídas em momentos distintos. Além disso, utilizam métodos diferentes (parcialmente não especificados) de cálculo dos pressupostos relativos às variáveis orçamentais, financeiras e externas, incluindo preços do petróleo e de outras matérias-primas. Por último, existem diferenças nos métodos de correção de dias úteis utilizados nas diversas previsões (ver o quadro abaixo). Como assinalado no quadro, os valores avançados na maioria das previsões atualmente disponíveis de outras instituições estão próximos das previsões pontuais contidas nas projeções macroeconómicas de junho para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema 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		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projeções dos especialistas do Eurosistema	Junho de 2015	1.5	1.9	2.0	0.3	1.5	1.8
		[1.2 – 1.8] <sup>1)</sup>	[0.8 – 3.0] <sup>1)</sup>	[0.7 – 3.3] <sup>1)</sup>	[0.2 – 0.4]	[0.9 – 2.1]	[1.0 – 2.6]
Comissão Europeia	Maio de 2015	1.5	1.9	–	0.1	1.5	–
Barómetro da Zona Euro	Maio de 2015	1.5	1.9	1.6	0.1	1.2	1.6
Previsões da Consensus Economics	Maio de 2015	1.5	1.8	1.6	0.1	1.2	1.5
Inquérito a Analistas Profissionais	Maio de 2015	1.4	1.7	1.8	0.1	1.2	1.6
FMI	Abril de 2015	1.5	1.6	–	0.1	1.0	–

Fontes: Previsões Económicas Europeias da primavera de 2015, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook*, de abril de 2015, do FMI; Previsões da Consensus Economics; MJEconomics (Barómetro da Zona Euro) e Inquérito a Analistas Profissionais, realizado pelo BCE.

Nota: As projeções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema e do BCE 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.

1) Os intervalos das projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema para o crescimento do PIB real em 2015, 2016 e 2017 foram objeto de correção depois da publicação inicial do presente documento em 3 de junho de 2015.

© Banco Central Europeu, 2015

Morada: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Alemanha

Endereço postal: 60640 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.