



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

PROJEÇÕES MACROECONÓMICAS DE DEZEMBRO DE 2013 PARA A ÁREA DO EURO ELABORADAS POR ESPECIALISTAS DO EUROSISTEMA¹

De acordo com as projeções, o PIB real ganhará alguma força a partir do quarto trimestre do corrente ano, adquirindo um ritmo de crescimento ligeiramente mais elevado no final de 2014. Espera-se que uma recuperação gradual da procura interna e externa seja o fator impulsionador subjacente ao projetado aumento sustentado da atividade. A procura interna beneficiará de uma redução da incerteza, de uma orientação acomodatória da política monetária – reforçada pela recente redução das taxas de juro diretas e pelas indicações sobre a orientação futura da política monetária (*forward guidance*) –, de uma menor restritividade orçamental e de uma queda dos preços das matérias-primas, que apoiará o rendimento disponível real. Com o tempo, beneficiará também do desvanecimento gradual das restrições na oferta de crédito. Além disso, a atividade será apoiada ao longo do horizonte de projeção pelo impacto favorável, nas exportações, de um fortalecimento gradual da procura externa. Contudo, não obstante alguns progressos no sentido de um reequilíbrio, o que melhorou as condições para o crescimento em países sob pressão, as perspetivas de médio prazo serão atenuadas pela necessidade de novo ajustamento de balanços nos setores público e privado e pelos níveis elevados de desemprego. Segundo as projeções, o PIB real diminuirá 0.4% em 2013, aumentando 1.1% em 2014 e 1.5% em 2015. Espera-se que, até ao final do horizonte, continue a verificar-se uma quantidade significativa de capacidade disponível na economia.

No que respeita à inflação medida pelo IHPC na área do euro, a projeção é de que se situe em 1.4% em 2013, 1.1% em 2014 e 1.3% em 2015. Espera-se que estas perspetivas moderadas para os preços sejam, em parte, impulsionadas pelo impacto em sentido descendente, na inflação dos preços dos produtos energéticos, resultante da descida dos futuros dos preços do petróleo, bem como pela anterior apreciação do euro e pela persistente capacidade disponível na economia. A inflação dos preços dos produtos alimentares deverá também diminuir substancialmente, refletindo descidas anteriores dos preços internacionais dos produtos alimentares e o pressuposto aumento modesto ao longo do horizonte de projeção. De acordo com as projeções, a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares apenas registará um aumento ligeiro, de 1.1% em 2013 para 1.3% em 2014 e 1.4% em 2015, refletindo pressões dos custos internos fracas, no contexto de uma recuperação moderada da atividade.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas no Boletim Mensal de setembro de 2013, a projeção para o crescimento real do PIB não foi alterada para 2013, tendo sido objeto de uma revisão em alta, de 0.1 pontos percentuais, para 2014. Quanto à inflação medida pelo IHPC global, a projeção para 2013 foi revista em baixa em 0.1 pontos percentuais e, para 2014, em 0.2 pontos percentuais.

ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

Projeta-se que o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) aumente de modo progressivo ao longo do horizonte de projeção, subindo de 3.3% em 2013 para 3.9% em 2014 e 4.1% em 2015. O crescimento ganhou algum dinamismo nas economias avançadas no decurso de 2013. Em contraste, nos mercados emergentes, registou um abrandamento, devido a uma procura interna mais fraca e a uma limitada margem de manobra para novas políticas internas favoráveis ao crescimento. No curto prazo, os indicadores de sentimento a nível mundial apontam para uma melhoria das condições empresariais, o que está em consonância com a recuperação em curso da atividade económica mundial.

¹ Com base na informação disponível até 22 de novembro de 2013, os especialistas do Eurosistema prepararam projeções para a evolução macroeconómica na área do euro. As projeções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema são produzidas conjuntamente por especialistas do BCE e dos bancos centrais nacionais da área do euro. Elaboradas duas vezes por ano, 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 mais 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.

As condições de financiamento estabilizaram recentemente, 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 adiar a redução das aquisições de ativos, o que, em geral, deverá apoiar a recuperação económica mundial. No entanto, espera-se que o ritmo de retoma continue a ser gradual. O reequilíbrio do setor privado – que registou progressos, mas ainda permanece incompleto – e a consolidação orçamental deverão pesar sobre o crescimento nas economias avançadas, embora em menor grau do que no passado. A retoma nos mercados emergentes deverá ser fraca, dada a probabilidade de fatores estruturais, incluindo estrangulamentos a nível de infraestruturas e restrições em termos de capacidade produtiva, conterem o crescimento.

O comércio mundial aumentou desde o início de 2013, em linha com a ligeira recuperação da atividade económica. Todavia, os indicadores disponíveis apontam para uma evolução relativamente fraca no curto prazo. Numa análise prospetiva, o crescimento do comércio mundial deverá registar um fortalecimento progressivo ao longo do horizonte de projeção, permanecendo, porém, abaixo das taxas anteriores à crise. De acordo com as projeções, o comércio mundial (excluindo a área do euro) aumentará 3.9% em 2013, 5.6% em 2014 e 6.4% em 2015. Com um 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, espera-se que a procura externa da área do euro seja um pouco mais fraca do que o comércio mundial, devendo apresentar um crescimento de 3.0% em 2013 e acelerar depois para 5.0% em 2014 e 5.7% em 2015.

Quadro 1 Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2013				Revisões desde setembro de 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.8	3.3	3.9	4.1	0.0	-0.1	-0.1
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	4.5	3.9	5.6	6.4	0.2	-0.3	-0.1
Procura externa da área do euro ²⁾	4.0	3.0	5.0	5.7	0.3	0.1	-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 setembro de 2013, as perspetivas de crescimento mundial foram revistas ligeiramente em baixa, em virtude de pequenas revisões em alta do crescimento nas economias avançadas terem sido compensadas por revisões em baixa da atividade nas economias emergentes. As perspetivas para a procura externa da área do euro permaneceram, em geral, inalteradas ao longo do horizonte de projeção.

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 expectativas do mercado, com uma data-limite de 14 de novembro de 2013. 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 expectativas do mercado obtidas 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 0.2% em 2013, 0.3% em 2014 e 0.5% em 2015. As expectativas do mercado quanto às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a 10 anos da área do euro implicam um nível médio de 2.9% em 2013, 3.1% em 2014 e 3.6% em 2015¹. 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 final de 2013 e início de 2014, subindo depois progressivamente. 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 112.0 em 2012 para USD 108.2 em 2013, USD 103.9 em 2014 e USD 99.2 em 2015. Em termos dos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que baixem 5.4% em 2013 e 2.6% em 2014, aumentando depois 3.7% em 2015².

Em relação às taxas de câmbio bilaterais, adotou-se o pressuposto de que, durante o horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevaletentes no período de duas semanas findo na data-limite. Tal implica uma taxa de câmbio USD/EUR de 1.33 em 2013 e de 1.34 em 2014 e 2015, ou seja, 4.6% mais elevada do que em 2012. Pressupõe-se que a taxa de câmbio efetiva do euro registre uma apreciação de 3.7% em 2013 e de 0.8% em 2014, mantendo-se inalterada em 2015.

Pressupostos técnicos

	Dezembro de 2013				Revisões desde setembro de 2013 ^{1), 2)}	
	2012	2013	2014	2015	2013	2014
EURIBOR a 3 meses (em percentagem, por ano)	0.6	0.2	0.3	0.5	0.0	-0.2
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos (em percentagem, por ano)	3.8	2.9	3.1	3.6	-0.1	-0.4
Preço do petróleo (USD/barril)	112.0	108.2	103.9	99.2	0.4	1.1
Preços das matérias-primas não energéticas, em USD (variação anual, em percentagem)	-7.2	-5.4	-2.6	3.7	0.0	-2.5
Taxa de câmbio USD/EUR	1.29	1.33	1.34	1.34	0.5	1.2
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (variação anual, em percentagem)	-5.3	3.7	0.8	0.0	0.1	0.1

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 rendibilidade das obrigações.

2) 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 22 de novembro de 2013. Incluem todas as medidas de política já adotadas pelos parlamentos nacionais ou especificadas em pormenor pelos governos e que provavelmente serão aprovadas no âmbito do processo legislativo.

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

¹ O pressuposto relativo às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a 10 anos na área do euro tem por base a média ponderada das taxas de rendibilidade 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 rendibilidade ao par a 10 anos de todas as obrigações, 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 rendibilidade 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 quarto trimestre de 2014, 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 subiu 0.1% no terceiro trimestre de 2013, após um aumento de 0.3% no segundo trimestre (ver o gráfico a seguir). Dados recentes de inquéritos apontam para um fortalecimento moderado da atividade no quarto trimestre de 2013. No decurso de 2014 e 2015, projeta-se que o dinamismo do crescimento registre um ligeiro aumento. Espera-se que uma recuperação gradual da procura interna seja o principal fator subjacente à retoma da atividade ao longo do horizonte de projeção. A procura interna beneficiará da melhoria da confiança face à diminuição da incerteza, de uma orientação acomodatória da política monetária – reforçada pela recente redução das taxas de juro diretoras e pelas indicações sobre a orientação futura da política monetária –, de uma orientação de política orçamental menos restritiva e de uma queda da inflação dos preços das matérias-primas, que deverá apoiar o rendimento disponível real. Com o tempo, a procura interna deverá também beneficiar do desvanecimento gradual das restrições na oferta de crédito. Além disso, ao longo do horizonte de projeção, a atividade será cada vez mais apoiada pelo impacto favorável, nas exportações, de um fortalecimento progressivo da procura externa. Todavia, não obstante alguns progressos no sentido de um reequilíbrio em alguns países da área do euro sob tensão, o que melhorou as condições para um crescimento impulsionado pelas exportações, a necessidade remanescente de ajustar os balanços dos setores público e privado e o desemprego elevado deverão continuar a pesar sobre as perspetivas de crescimento no decurso do horizonte de projeção.

Em geral, projeta-se que, face aos padrões históricos, a recuperação permaneça fraca e espera-se que, só perto do final de 2015, o PIB real da área do euro atinja o nível anterior à crise (isto é, o valor registado no primeiro trimestre de 2008). Em termos médios anuais, o PIB real deverá diminuir 0.4% em 2013, refletindo, em grande medida, um efeito de repercussão negativo, decorrente do padrão da atividade em 2012, aumentando depois 1.1% em 2014 e 1.5% em 2015. Este padrão de crescimento espelha um aumento constante da contribuição da procura interna, a par de um estímulo crescente proporcionado pelas exportações.

Analisando mais pormenorizadamente as componentes do crescimento, projeta-se que as exportações extra-área do euro registem uma recuperação no último trimestre de 2013 e ganhem dinamismo em 2014 e 2015, refletindo o fortalecimento da procura externa da área do euro. De acordo com as projeções, o crescimento das exportações intra-área do euro será 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 no quarto trimestre de 2013, ganhando depois algum dinamismo no decurso de 2014. Ao longo do horizonte de projeção, espera-se que o crescimento do investimento das empresas 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; a diminuição 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 de níveis de utilização da capacidade produtiva baixos, da necessidade de nova reestruturação dos balanços das empresas, de condições de financiamento desfavoráveis e de um grau de incerteza relativamente elevado em alguns países e setores da área do euro continua a pesar sobre as perspetivas. O investimento residencial deverá registar um aumento modesto no curto prazo, ganhando depois força a partir de meados de 2014. Espera-se, porém, que o seu dinamismo permaneça fraco, devido à necessidade de novo ajustamento nos mercados da habitação em determinados países, à debilidade do crescimento do rendimento disponível real e às expectativas gerais de novas descidas dos preços da habitação em alguns países. Além disso, a relativa atratividade do investimento residencial em alguns países, apoiada por taxas hipotecárias historicamente baixas e pela subida dos preços da habitação, 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 fraco ao longo 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, em geral, estagne nos próximos trimestres, aumentando depois modestamente a partir de meados de 2014. Espera-se que a recuperação do emprego seja fraca, devido à pouca força da retoma da atividade e ao desfasamento normal da reação do emprego a flutuações do produto, a qual reflete o aumento das horas trabalhadas por indivíduo empregado, antes de um aumento do número de empregados. Todavia, o limiar de referência do crescimento do produto para a criação de emprego poderá ter baixado em alguns países sob tensão, graças ao impacto das reformas do mercado de trabalho. A população ativa deverá estagnar

em 2013 e, posteriormente, registar um aumento modesto, à medida que determinados segmentos da população forem regressando, de forma gradual, ao mercado de trabalho. Tal deverá ajudar a atenuar o crescimento dos salários e contribuir para o crescimento potencial. A taxa de desemprego deverá registar uma descida modesta durante o horizonte de projeção. A produtividade do trabalho (medida como produto por indivíduo empregado) aumentou no decurso de 2013, projetando-se que ganhe força ao longo do resto 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 euro

(variação anual, em percentagem)^{1), 2)}

	Dezembro de 2013				Revisões desde setembro de 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
PIB real ³⁾	-0.6	-0.4	1.1	1.5	-0.1	0.0	0.1
		[-0.5 – -0.3]	[0.4 – 1.8]	[0.4 – 2.6]			
Consumo privado	-1.4	-0.6	0.7	1.2	0.0	0.0	0.0
Consumo público	-0.6	0.1	0.3	0.4	-0.1	0.2	-0.3
Formação bruta de capital fixo	-3.9	-3.0	1.6	2.8	0.1	0.6	-0.1
Exportações ⁴⁾	2.7	1.1	3.7	4.8	0.0	0.2	0.0
Importações ⁴⁾	-0.8	-0.1	3.5	4.7	0.1	0.4	-0.3
Emprego	-0.6	-0.8	0.2	0.4	0.0	0.2	0.2
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	11.4	12.1	12.0	11.8	0.0	-0.1	-0.2
IHPC	2.5	1.4	1.1	1.3	0.0	-0.1	-0.2
		[1.4 – 1.4]	[0.6 – 1.6]	[0.5 – 2.1]			
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	1.9	1.5	1.3	1.5	0.0	-0.1	-0.2
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	1.5	1.1	1.3	1.4	0.0	0.0	-0.1
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos ⁵⁾	1.3	1.0	1.1	1.4	0.0	0.0	-0.1
Custos unitários do trabalho	1.8	1.4	0.9	1.0	0.1	0.1	0.1
Remuneração por trabalhador	1.8	1.8	1.8	2.1	0.1	0.0	0.0
Produtividade do trabalho	0.0	0.4	0.9	1.1	0.0	-0.1	-0.1
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-3.7	-3.2	-2.6	-2.4	0.0	0.0	0.2
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) ⁶⁾	-3.1	-2.5	-2.2	-2.1	0.1	0.0	0.1
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	90.6	93.2	93.6	93.1	0.2	0.2	-0.2
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	1.4	2.0	2.2	2.6	0.0	-0.6	-0.7

- 1) As projeções para 2014 e 2015 incluem a Letónia. A variação média anual em percentagem para 2014 tem por base uma composição da área do euro em 2013 que já inclui a Letónia.
- 2) Os intervalos em torno das projeções baseiam-se nas diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos envolve a correção de acontecimentos excecionais e encontra-se documentado na publicação 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, também disponibilizada no sítio do BCE.
- 3) Dados corrigidos de dias úteis.
- 4) Incluindo comércio intra-área do euro.
- 5) 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.
- 6) 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 2007).

No que respeita ao consumo privado, espera-se que suba um pouco na parte final de 2013, apoiado por um rácio de poupança decrescente, no contexto de uma descida do rendimento disponível real. O consumo privado deverá ganhar mais dinamismo a partir do início de 2014, face à aceleração do crescimento do rendimento disponível real, em virtude da melhoria gradual das condições no mercado de trabalho e de uma inflação fraca, não obstante um ligeiro aumento do rácio de poupança. Relativamente ao consumo público, projeta-se uma subida moderada ao longo do horizonte de projeção.

A projeção para as importações extra-área do euro é de que recuperem moderadamente durante o horizonte de projeção, embora permaneçam condicionadas por uma procura global fraca. Quanto ao comércio líquido, espera-se que contribua apenas ligeiramente para o crescimento real do PIB no decurso do horizonte de projeção. O excedente da balança corrente deverá aumentar ao longo do horizonte de projeção, atingindo 2.6% do PIB em 2015.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas no Boletim Mensal de setembro de 2013, a projeção para o crescimento real do PIB permanece inalterada para 2013 e, para 2014, foi objeto de uma revisão em alta de 0.1 pontos percentuais, refletindo sobretudo um efeito de repercussão mais positivo, relacionado com uma pequena revisão em sentido ascendente das perspetivas no final de 2013.

PROJEÇÕES RELATIVAS A PREÇOS E CUSTOS

A inflação medida pelo IHPC global situou-se em 0.9% em novembro de 2013, face a 2.5% em 2012. A descida da inflação durante 2013 reflete, em grande medida, contributos mais fracos dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, bem como a tendência moderada dos preços dos serviços e dos preços dos produtos industriais não energéticos (ver a Secção 3 do presente Boletim Mensal).

Numa análise prospetiva, espera-se que a inflação medida pelo IHPC permaneça em níveis baixos, suba ligeiramente na parte final de 2014 e registre novo aumento em 2015, em virtude da recuperação gradual da atividade. Projeta-se que a taxa de inflação anual se situe em 1.4% em 2013, 1.1% em 2014 e 1.3% em 2015.

As perspetivas de inflação moderadas refletem o impacto em sentido descendente resultante dos preços dos produtos energéticos, em virtude da descida dos futuros dos preços do petróleo, a anterior apreciação do euro e a persistente capacidade disponível na economia. Mais especificamente, espera-se que os preços dos produtos energéticos registem nova descida em 2014 e 2015, espelhando a pressuposta trajetória dos preços do petróleo. Por conseguinte, o contributo da componente energética para a inflação medida pelo IHPC global deverá ser negligenciável em 2014 e ligeiramente negativa em 2015, ou seja, significativamente inferior às médias históricas. A inflação dos preços dos produtos alimentares deverá diminuir nos primeiros três trimestres de 2014, devido a efeitos de base em sentido descendente e à esperada descida dos preços das matérias-primas alimentares a nível internacional e europeu, registando depois um ligeiro aumento em 2015, uma vez que se pressupõe que os preços das matérias-primas alimentares subam de novo (ver o gráfico). Espera-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços

dos produtos energéticos e dos produtos alimentares aumente de forma moderada no decurso de 2014 e atinja uma taxa anual de 1.4% em 2015. Dado se pressupor que o impacto em sentido ascendente das anteriores subidas dos impostos indiretos diminua em 2014 e 2015, projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos registre um aumento um pouco mais forte ao longo do horizonte de projeção (ver também a Caixa 5 do presente Boletim Mensal).

As pressões externas sobre os preços abrandaram nos primeiros três trimestres 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. Estima-se, assim, que, em termos homólogos, o deflador das importações tenha descido ao longo do período. Não obstante a continuação da sua descida nos próximos trimestres devido a estes fatores, espera-se que o deflador das importações aumente ligeiramente a partir de meados de 2014, em virtude do desvanecimento gradual do impacto em sentido descendente da anterior apreciação do euro, à medida que os preços das matérias-primas não energéticas forem aumentando e a procura de importações for ganhando dinamismo, permitindo margens de lucro mais fortes.

Em relação às pressões internas sobre os preços, espera-se que a taxa de crescimento anual da remuneração por trabalhador permaneça inalterada em 1.8% em 2013 e 2014, aumentando depois para 2.1%, em 2015. Projeta-se que o crescimento dos custos unitários do trabalho registre uma desaceleração de 1.8% em 2012 para 1.4% em 2013 e 0.9% em 2014, devido ao aumento cíclico do crescimento da produtividade, como reflexo da reação desfasada do emprego à melhoria da atividade, a par de uma taxa de crescimento da remuneração por trabalhador, em geral, inalterada. Em 2015, espera-se que uma subida ligeiramente mais forte da taxa de crescimento da remuneração por trabalhador do que da taxa de crescimento da produtividade do trabalho leve a um pequeno aumento do crescimento dos custos unitários do trabalho.

Após uma queda acentuada em 2012, o indicador das margens de lucro (calculado como a diferença entre o deflador do PIB ao custo dos fatores e o crescimento dos custos unitários do trabalho) deverá estabilizar em 2013, graças à melhoria gradual, embora modesta, da atividade no decurso do ano. Posteriormente, a melhoria progressiva das condições económicas deverá apoiar a recuperação modesta das margens de lucro.

Os aumentos dos preços administrados e dos impostos indiretos incluídos nos planos de consolidação orçamental deverão contribuir, de forma significativa, em sentido ascendente para a inflação medida pelo IHPC em 2013 e 2014. Quanto a 2015, na projeção de referência, espera-se que o seu contributo seja menos forte. Tal advém, no entanto, em parte de uma falta de informação pormenorizada sobre as medidas orçamentais para esse ano.

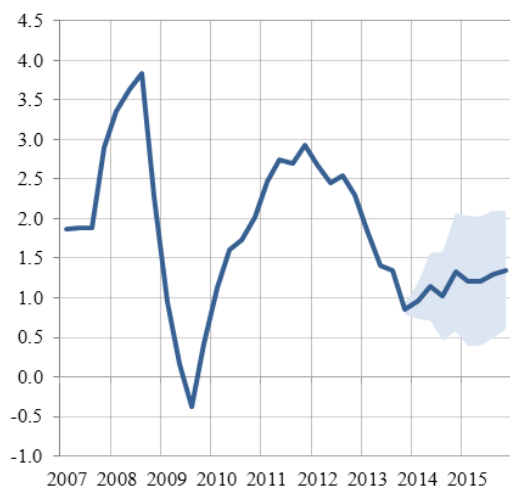
Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas no Boletim Mensal de setembro de 2013, a projeção para a inflação medida pelo IHPC global foi objeto de uma revisão em baixa de 0.1 pontos percentuais para 2013, refletindo os recentes resultados mais fracos do que o esperado. Para 2014, a mesma projeção foi revista em baixa em 0.2 pontos percentuais, espelhando também preços das matérias-primas mais baixos.

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 envolve a correção de acontecimentos excecionais e encontra-se documentado na publicação 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, também disponibilizada no sítio do BCE.

2) Dados corrigidos de dias úteis.

PERSPETIVAS ORÇAMENTAIS

Com base nos pressupostos enunciados na Caixa 1, projeta-se que o défice das administrações públicas na área do euro diminua de 3.7% do PIB em 2012 para 3.2% em 2013 e registe nova diminuição em 2014 e 2015, situando-se respetivamente em 2.6% e 2.4%. O menor défice projetado para 2013 reflete os esforços de consolidação orçamental em muitos países da área do euro e a redução parcial das ajudas governamentais ao setor financeiro. Em 2014 e 2015, a projetada descida do défice das administrações públicas será impulsionada por um contributo favorável da componente cíclica e por uma melhoria continuada da componente estrutural. Em relação à componente estrutural, projeta-se, contudo, que o ritmo de melhoria seja mais lento do que em 2013, sendo essencialmente alimentado pela continuação de um crescimento moderado da despesa pública. 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 2013 e, em menor grau, no resto do horizonte. De acordo com as projeções, na área do euro, o rácio da dívida pública bruta em relação ao PIB atingirá um máximo de 93.6% em 2014, diminuindo depois para 93.1% em 2015.

Caixa 2

ANÁLISE DE SENSIBILIDADE ORÇAMENTAL

As análises de sensibilidade são normalmente realizadas a fim de quantificar os riscos quanto à projeção de referência, decorrentes das trajetórias alternativas de alguns dos pressupostos subjacentes. A presente caixa expõe os resultados que ocorreriam, na eventualidade de se ter de proceder a uma consolidação orçamental adicional para atingir os objetivos orçamentais.

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 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, tanto ao abrigo da vertente corretiva como da vertente preventiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento. O compromisso, por parte dos países, de cumprirem estes objetivos encontra-se globalmente refletido nos objetivos orçamentais definidos nas respetivas atualizações de 2013 dos programas de estabilidade, nos documentos dos programas da UE e do FMI e, em certa medida, nos recentes projetos de planos orçamentais para 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 a 2015, ano não abrangido nos atuais projetos de orçamento da maioria dos países. Assim, é não só necessário, como também provável, que, até 2015, os governos adotem medidas de consolidação orçamental adicional, em comparação com as incorporadas na projeção de referência. O impacto de tais medidas de consolidação adicional no crescimento real do PIB e na inflação medida pelo IHPC pode ser aferido através de uma análise de sensibilidade orçamental. Realizar uma tal análise de sensibilidade é importante para avaliar os riscos em torno da 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, considera-se condições e 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 macroeconómicos associados.

Com base nesta abordagem, a avaliação feita é de que, em 2013, a consolidação adicional na área do euro se situe, de um modo geral, em zero e, em 2014, seja de cerca de 0.2% do PIB, devendo a maior parte da consolidação adicional verificar-se em 2015 (situando-se em cerca de 0.6% do PIB e elevando a consolidação orçamental adicional acumulada até ao fim de 2015 a, aproximadamente, 0.8% 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 ligeiramente 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)¹ do BCE.

Impacto macroeconómico estimado das medidas de consolidação orçamental adicional no crescimento real do PIB e na inflação medida pelo IHPC, na área do euro

Pressupostos (em percentagem do PIB)	2013	2014	2015
Objetivos orçamentais dos países ¹⁾	-3.1	-2.4	-1.6
Projeções orçamentais de referência	-3.2	-2.6	-2.4
Consolidação orçamental adicional (em termos acumulados) ²⁾	0.0	0.2	0.8
Efeitos da consolidação orçamental adicional (em pontos percentuais)³⁾			
Crescimento real do PIB	0.0	-0.1	-0.3
Inflação medida pelo IHPC	0.0	0.0	0.2

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 objeto de um procedimento por défice excessivo; projetos de planos orçamentais para 2014; e atualizações de 2013 dos programas de estabilidade dos países não sujeitos a 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.

O impacto macroeconómico da consolidação orçamental adicional é limitado em 2013 e 2014. Em 2015, estima-se que o impacto sobre o crescimento real do PIB seja, aproximadamente, de -0.3 pontos percentuais, ao passo que se estima que o impacto na inflação medida pelo IHPC se situe em torno de 0.2 pontos percentuais. A análise 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 ainda 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 na origem de parte da consolidação adicional estejam 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 análise².

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 fixação 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 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, 2008.

² 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.

Caixa 3

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 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 o quadro abaixo).

Segundo as previsões atualmente disponíveis de outras instituições, o PIB real da área do euro baixará 0.4% em 2013, valor idêntico ao projetado pelos especialistas do Eurosistema. Projeta-se que o crescimento real do PIB aumente gradualmente, situando-se entre 0.9% e 1.1% em 2014 e 1.3% e 1.7% em 2015, uma trajetória semelhante à implícita nas projeções dos especialistas do Eurosistema.

No tocante à inflação, as previsões de outras instituições apontam para uma inflação média anual medida pelo IHPC entre 1.4% e 1.5% em 2013, o que está próximo da projeção dos especialistas do Eurosistema. De acordo com as outras projeções disponíveis, a inflação medida pelo IHPC situar-se-á, em média, entre 1.2% e 1.5% em 2014 e entre 1.2% e 1.6% em 2015.

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		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
Projeções dos especialistas do Eurosistema	Dezembro de 2013	-0.4 [-0.5 – -0.3]	1.1 [0.4–1.8]	1.5 [0.4 – 2.6]	1.4 [1.4 – 1.4]	1.1 [0.6 – 1.6]	1.3 [0.5 – 2.1]
Comissão Europeia	Novembro de 2013	-0.4	1.1	1.7	1.5	1.5	1.4
OCDE	Novembro de 2013	-0.4	1.0	1.6	1.4	1.2	1.2
Barómetro da Zona Euro	Novembro de 2013	-0.4	1.1	1.5	1.5	1.4	1.6
Previsões da Consensus Economics	Novembro de 2013	-0.4	0.9	1.3	1.4	1.3	1.6
Inquérito a Analistas Profissionais	Novembro de 2013	-0.4	1.0	1.5	1.4	1.5	1.6
FMI	Outubro de 2013	-0.4	1.0	1.4	1.5	1.5	1.4

Fontes: Previsões Económicas do outono de 2013, elaboradas pela Comissão Europeia; *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 Eurosistema 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, 2013

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.