



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

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

Com base na informação disponível até 22 de maio de 2013, os especialistas do Eurosistema prepararam projeções para a evolução macroeconómica da área do euro<sup>2</sup>. Segundo essas projeções, após nova descida no primeiro trimestre de 2013, o PIB real deverá recuperar no decurso do presente ano, com um ligeiro aumento de dinamismo em 2014. Espera-se que a recuperação da atividade económica seja apoiada pelo impacto favorável nas exportações do aumento gradual da procura externa. A procura interna deverá também recuperar com o tempo, beneficiando inicialmente sobretudo de uma queda da inflação dos preços das matérias-primas, que apoiará os rendimentos reais, e da orientação acomodatória da política monetária. Em 2014, a procura interna deverá ainda ser favorecida pelos progressos alcançados na consolidação orçamental. Espera-se, contudo, que as perspetivas a médio prazo sejam atenuadas pela evolução fraca do mercado de trabalho e pela necessidade de nova correção de balanços no setor privado, em alguns países da área do euro. No conjunto, após uma descida de 0.5% em 2012, projeta-se que o PIB real diminua 0.6% em 2013 e aumente 1.1% em 2014. Na área do euro, a projeção é de que a inflação medida pelo IHPC desça marcadamente, passando de uma taxa média de 2.5% em 2012 para 1.4% em 2013 e 1.3% em 2014. O decréscimo inicial deverá ser impulsionado principalmente por uma desaceleração nas componentes dos produtos alimentares e dos produtos energéticos, assim como por uma pequena diminuição da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, espelhando a fraqueza da atividade económica. As perspetivas estáveis a médio prazo refletem o efeito de contrabalanço de uma descida dos preços dos produtos energéticos, de uma recuperação moderada da inflação dos preços dos produtos alimentares e, à medida que a economia for recuperando, de uma subida das pressões inflacionistas internas, embora esta deva ser moderada, visto a utilização da capacidade produtiva permanecer baixa.

### 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 maio 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 determinadas a partir das taxas dos contratos de futuros. Seguindo esta metodologia, obtém-se

<sup>1</sup> Em 2 de maio de 2013, o Conselho do BCE decidiu publicar as projeções como pontos médios e intervalos. Pretende-se que a publicação dos pontos médios contribua para uma maior transparência e facilite a comunicação dos resultados do exercício de projeção. Os intervalos devem, por seu turno, ser tomados como uma forma de refletir a incerteza subjacente às projeções e baseiam-se nas diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de vários 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.

<sup>2</sup> 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.

para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de 0.2% em 2013 e de 0.3% em 2014. As expectativas do mercado quanto às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a 10 anos na área do euro implicam um nível médio de 2.8% em 2013 e 3.1% em 2014. Refletindo a trajetória das taxas de juro de mercado a prazo e a transmissão gradual das variações nas taxas do mercado às taxas ativas, espera-se que as taxas ativas bancárias, tanto de curto como de longo prazo, atinjam o seu nível mínimo no segundo semestre de 2013 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 112.0 em 2012 para USD 105.5 em 2013 e USD 100.0 em 2014. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que desçam 5.6% em 2013, aumentando depois 0.5% em 2014<sup>3</sup>.

Em relação às taxas de câmbio bilaterais, adotou-se o pressuposto de que, durante o horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevalecentes no período de duas semanas findo na data-limite. Tal implica uma taxa de câmbio USD/EUR de 1.31 ao longo do horizonte de projeção, a qual é 1.8% mais elevada do que em 2012. Pressupõe-se que a taxa de câmbio efetiva do euro registre uma apreciação de 2.8% em 2013 e se mantenha inalterada em 2014.

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 maio 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.

## ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

Segundo as projeções, o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) registará uma recuperação gradual ao longo do horizonte de projeção, subindo de 3.6% em 2013 (a mesma taxa que em 2012) para 4.2% em 2014. Desde o início de 2013, verificou-se uma melhoria do sentimento empresarial e das condições nos mercados financeiros mundiais, devido à diminuição de determinados riscos decisivos, tais como uma contração acentuada induzida pelo “abismo orçamental” nos Estados Unidos e uma “aterragem difícil” na China. Todavia, recentes descidas em alguns inquéritos às empresas vieram realçar a fragilidade da recuperação mundial. As perspetivas a médio prazo para as principais economias avançadas permanecem condicionadas por vários fatores: não obstante certo progresso no reequilíbrio da dívida do setor privado, o grau de endividamento das famílias mantém-se elevado, subsistindo ainda uma necessidade premente de consolidação orçamental em algumas economias. Outros obstáculos ao crescimento (por exemplo, o elevado desemprego) estão a dissipar-se apenas de forma gradual. Paralelamente, o crescimento das economias emergentes deverá permanecer robusto, apoiado por um crescimento dinâmico do crédito. Muitas destas economias registam uma expansão a taxas próximas do seu potencial, dando assim um importante contributo para o crescimento mundial. Em relação ao comércio mundial, o pressuposto é de que recuperará gradualmente ao longo do próximo ano. Em termos de taxas de crescimento homólogas, estima-se que, após uma

<sup>3</sup> 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 2014, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial. Os preços (em euros) dos produtos agrícolas no produtor na União Europeia, agora utilizados para a projeção 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. O presente exercício de projeção é o primeiro a utilizar estes pressupostos quanto aos preços dos produtos agrícolas no produtor na União Europeia.

taxa de 3.6% em 2012, a procura externa da área do euro apresente um crescimento de 2.7% em 2013 e 5.6% em 2014.

## PROJEÇÕES PARA O CRESCIMENTO REAL DO PIB

O PIB real da área do euro diminuiu 0.2% no primeiro trimestre de 2013, descendo pelo sexto trimestre consecutivo. A procura interna baixou no primeiro trimestre do ano, devido sobretudo a uma queda substancial do investimento, refletindo um nível de confiança reduzido e o impacto adverso de um inverno frio, principalmente na atividade de construção e, em especial, na Alemanha. O consumo privado registou um ligeiro aumento, enquanto o consumo público desceu um pouco. As exportações baixaram no primeiro trimestre, embora menos do que as importações, o que resultou num contributo positivo do comércio líquido.

Numa análise prospetiva, espera-se que o PIB real aumente no decurso de 2013 e ganhe dinamismo em 2014. A recuperação deverá ser apoiada pelo impacto favorável nas exportações do aumento gradual da procura externa. A procura interna deverá também recuperar com o tempo, impulsionada inicialmente pelo desvanecimento dos efeitos das condições meteorológicas adversas sobre a atividade, em particular sobre a atividade de construção na Alemanha. No início, a procura interna deverá ainda beneficiar sobretudo de uma queda da inflação dos preços das matérias-primas, que apoiará os rendimentos reais, e da orientação acomodatória da política monetária. Em 2014, deverá igualmente ser apoiada pelos progressos alcançados na consolidação orçamental. No entanto, ao longo do horizonte de projeção, espera-se apenas uma diminuição gradual do impacto adverso na procura interna associado aos níveis, em geral, ainda baixos do sentimento empresarial e dos consumidores, à evolução fraca do mercado de trabalho e às remanescentes necessidades de desalavancagem do setor privado em alguns países.

No conjunto, projeta-se que, face aos padrões históricos, a recuperação permaneça fraca. Em termos médios anuais, embora se espere que o PIB real diminua 0.6% em 2013, tal reflete, em grande medida, um efeito de repercussão negativo decorrente das descidas do PIB no final de 2012 e no início de 2013. Para 2014, projeta-se que a atividade económica aumente 1.1%. Este padrão de crescimento espelha uma contribuição substancialmente negativa da procura interna em 2013 e a sua posterior recuperação, a par de contributos positivos do comércio líquido.

De acordo com as projeções, o crescimento das exportações extra-área do euro deverá recuperar de forma moderada no decurso de 2013 e adquirir dinamismo em 2014, apoiado sobretudo por um fortalecimento gradual da procura externa. As quotas de mercado das exportações da área do euro, que aumentaram substancialmente entre 2009 e 2012, em resultado da melhoria da competitividade (medida pelo desempenho relativo dos preços das exportações extra-área do euro em comparação com os preços em euros das exportações dos concorrentes), deverão registar uma descida ligeira no presente ano, como reflexo da apreciação do euro em 2013, estabilizando depois ao longo do resto do horizonte de projeção. O crescimento das exportações intra-área do euro deverá, por seu lado, ser muito mais lento do que o das exportações extra-área do euro, dada a fraqueza relativa da procura interna na área do euro.

Relativamente ao investimento das empresas, projeta-se que permaneça fraco durante a maior parte do corrente ano, devido ao reduzido nível do sentimento empresarial, à baixa utilização da capacidade produtiva e à fragilidade das perspetivas para a procura. Contudo, a partir de finais de 2013, deverá recuperar, apoiado pelo fortalecimento gradual da procura interna e externa, o nível muito baixo das taxas de juro, a necessidade de substituir de forma progressiva o *stock* de capital, após vários anos de investimento fraco, e um reforço das margens de lucro.

Não obstante, é provável que a necessidade de nova reestruturação dos balanços das empresas e as condições de financiamento adversas em alguns países da área do euro e setores continuem a atenuar a projetada recuperação do investimento empresarial ao longo do horizonte de projeção, ainda que com uma intensidade decrescente. É provável que o investimento residencial registre nova descida em 2013 e espera-se que continue a ser fraco em 2014, devido sobretudo à necessidade de ajustamentos adicionais nos mercados da habitação em alguns países, à debilidade do crescimento do rendimento disponível e ao sentimento ainda frágil dos consumidores. O impacto adverso destes fatores deverá mais do que contrabalançar o efeito da atratividade relativa do investimento em habitação noutros países, onde o investimento residencial é apoiado por taxas hipotecárias historicamente baixas. O investimento público deverá diminuir ao longo do horizonte de projeção, em virtude das esperadas medidas de consolidação orçamental em vários países da área do euro.

#### Quadro 1 Projeções macroeconómicas para a área do euro

(variação média anual, em percentagem)<sup>1)</sup>

	2012	2013	2014
IHPC	2.5	1.4 [1.3 – 1.5]	1.3 [0.7 – 1.9]
PIB real	-0.5	-0.6 [-1.0 – -0.2]	1.1 [0.0 – 2.2]
Consumo privado	-1.3	-0.8 [-1.1 – -0.5]	0.6 [-0.5 – 1.7]
Consumo público	-0.4	-0.1 [-0.6 – 0.4]	0.6 [-0.1 – 1.3]
Formação bruta de capital fixo	-4.2	-2.9 [-4.1 – -1.7]	1.8 [-0.9 – 4.5]
Exportações (bens e serviços)	2.9	0.8 [-1.0 – 2.6]	4.1 [0.3 – 7.9]
Importações (bens e serviços)	-0.7	-0.7 [-2.5 – 1.1]	3.8 [0.1 – 7.5]

1) As projeções para o PIB real e respetivas componentes têm por base dados corrigidos de dias úteis. As projeções para as exportações e importações incluem o comércio intra-área do euro.

O consumo privado deverá permanecer praticamente inalterado no resto de 2013, no contexto de uma estabilização do rendimento disponível real. Esta estabilização reflete, em geral, os efeitos compensatórios de uma nova queda do emprego e de decréscimos do rendimento não salarial, face a um aumento da remuneração real por trabalhador, que beneficia da descida das taxas de inflação. Espera-se que o crescimento do consumo privado ganhe algum dinamismo em 2014, apoiado pelos progressos alcançados na consolidação orçamental e uma recuperação do rendimento salarial, à medida que as condições no mercado de trabalho forem melhorando. No que se refere ao consumo público, projeta-se que, de um modo geral, estagne em 2013, devido aos esforços de consolidação orçamental, e registre um aumento modesto em 2014.

A projeção para as importações extra-área do euro é de que recuperem no decurso de 2013, permanecendo, no entanto, condicionadas por uma procura total ainda fraca.

É de esperar que a crise tenha afetado negativamente o crescimento potencial, apesar de a magnitude exata do impacto continuar a ser muito incerta. Em particular, a persistente fraqueza do emprego e do investimento está a pesar sobre as perspetivas para o crescimento do produto potencial. Atendendo às perspetivas para o crescimento real do PIB, projeta-se que o desvio do produto permaneça negativo, embora seja difícil estimar rigorosamente a sua dimensão.

## PROJEÇÕES RELATIVAS A PREÇOS E CUSTOS

De acordo com as projeções, a inflação medida pelo IHPC global deverá descer de uma taxa média de 2.5% em 2012 para 1.4% em 2013 e 1.3% em 2014. Espera-se que baixe de forma pronunciada no decurso de 2013, devido à projetada forte descida da inflação dos preços dos produtos energéticos e, em menor escala, da inflação dos preços dos produtos alimentares, face aos níveis elevados atingidos em 2012. A queda da inflação dos preços dos produtos energéticos reflete, em parte, efeitos de base em sentido descendente, associados ao esperado desvanecimento do impacto de aumentos anteriores dos preços do petróleo e ao pressuposto decréscimo gradual dos preços do petróleo ao longo do horizonte de projeção. O padrão da inflação dos preços dos produtos alimentares reflete, de igual modo, efeitos de base iniciais em sentido descendente, em virtude do esperado desvanecimento do impacto de aumentos anteriores, seguindo-se pressões em sentido ascendente relacionadas com o pressuposto aumento dos preços das matérias-primas alimentares a nível internacional e europeu durante o horizonte de projeção. Projeta-se um ligeiro abrandamento da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos em 2013, como reflexo da evolução fraca da atividade económica. Em 2014, espera-se que suba um pouco, refletindo a recuperação modesta da atividade. As pressões externas sobre os preços diminuíram nos últimos meses, devido à apreciação do euro em 2013 e a descidas dos preços do petróleo e das matérias-primas não petrolíferas. Por conseguinte, projeta-se que a taxa de crescimento homóloga do deflador das importações registe uma descida forte em 2013, recuperando depois gradualmente na parte final do horizonte de projeção, à medida que o impacto em sentido descendente da anterior apreciação do euro se for desvanecendo, os preços das matérias-primas não energéticas forem aumentando e a procura de importações for ganhando dinamismo.

No que diz respeito às pressões internas sobre os preços, espera-se que a taxa de crescimento homóloga da remuneração por trabalhador se apresente globalmente estável em 2013 e 2014. Tendo em conta a projetada inflação dos preços no consumidor, a remuneração real por trabalhador deverá aumentar de forma moderada ao longo do horizonte de projeção, após descidas em 2011 e 2012. Projeta-se que o crescimento dos custos unitários do trabalho permaneça relativamente elevado em 2013 (de um modo geral, sem alterações face a 2012), baixando depois em 2014, devido a uma subida cíclica do crescimento da produtividade. Após uma forte diminuição em 2012, espera-se que as margens de lucro registem nova descida ligeira em 2013, refletindo a fraqueza da atividade interna e o aumento relativamente robusto dos custos unitários do trabalho. Posteriormente, o crescimento mais baixo dos custos unitários do trabalho e a melhoria progressiva das condições económicas deverão apoiar a recuperação das margens de lucro. Os aumentos dos preços administrados e dos impostos indiretos incluídos nos planos de consolidação orçamental deverão dar um contributo significativo para a inflação medida pelo IHPC em 2013 e 2014, embora em menor grau do que em 2012.

## COMPARAÇÃO COM AS PROJEÇÕES DE MARÇO DE 2013

Em comparação com as projeções macroeconómicas elaboradas pelos especialistas do BCE publicadas no Boletim Mensal de março de 2013, a projeção para o crescimento real do PIB em 2013 foi revista ligeiramente em baixa, refletindo, em grande medida, a incorporação dos últimos dados divulgados relativos ao PIB. A projeção para o crescimento real do PIB em 2014 foi objeto de uma ligeira revisão em alta, espelhando o impacto em sentido ascendente de taxas de juro e de uma taxa de câmbio efetiva do euro mais baixas. No que respeita à inflação medida pelo IHPC, a projeção para 2013 foi revista em baixa, como reflexo sobretudo dos preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos mais baixos, os quais são apenas parcialmente compensados pela taxa de câmbio efetiva do euro mais baixa.

## Quadro 2 Comparação com as projeções de março de 2013

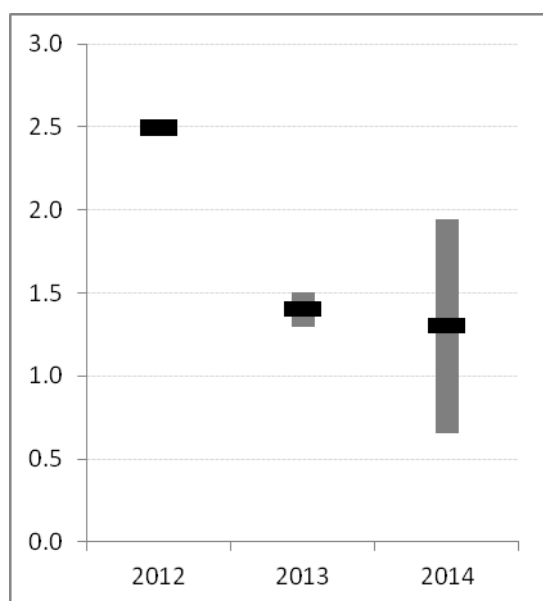
(variação média anual, em percentagem)

	2013	2014
PIB real – março de 2013	-0.5 [-0.9 – -0.1]	1.0 [0.0 – 2.0]
PIB real – junho de 2013	-0.6 [-1.0 – -0.2]	1.1 [0.0 – 2.2]
IHPC – março de 2013	1.6 [1.2 – 2.0]	1.3 [0.6 – 2.0]
IHPC – junho de 2013	1.4 [1.3 – 1.5]	1.3 [0.7 – 1.9]

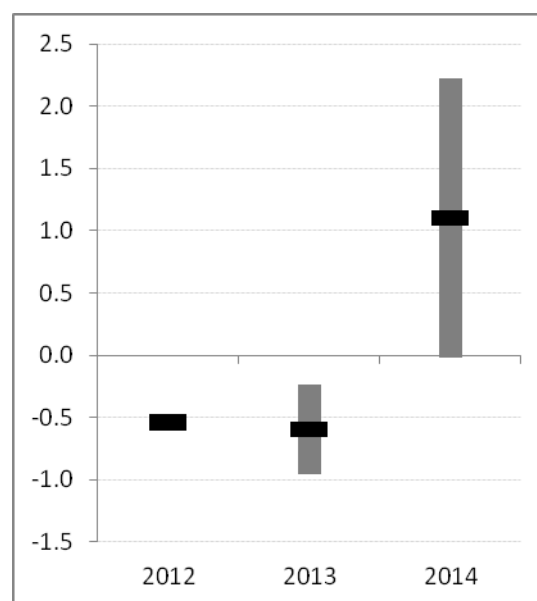
## Projeções macroeconómicas

(variação média anual, em percentagem)

### a) IHPC para a área do euro



### b) PIB real da área do euro<sup>1)</sup>



1) As projeções para o PIB real têm por base dados corrigidos de dias úteis.

## Caixa 2

### 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 deverá diminuir entre 0.3% e 0.6% em 2013, o que está dentro do intervalo avançado pelas projeções dos especialistas do Eurosistema e compara com um ponto médio de -0.6%. Para 2014, projeta-se que o PIB real aumente entre 0.9% e 1.2%, o que está dentro do intervalo projetado pelos especialistas do Eurosistema e compara com um ponto médio de 1.1%.

No tocante à inflação, as previsões de outras instituições apontam para uma inflação média anual medida pelo IHPC entre 1.5% e 1.7% em 2013, ou seja, ligeiramente acima do intervalo e do ponto médio avançados nas projeções dos especialistas do Eurosistema. Relativamente a 2014, espera-se que a inflação medida pelo IHPC se situe, em média, entre 1.2% e 1.6%, o que está dentro do intervalo projetado pelos especialistas do Eurosistema e compara com um ponto médio de 1.3%.

#### Comparação de previsões para o crescimento real do PIB e para a inflação medida pelo IHPC na área do euro

(variação média anual, em percentagem)

	Data de publicação	Crescimento do PIB		Inflação medida pelo IHPC	
		2013	2014	2013	2014
FMI	Abril de 2013	-0.3	1.1	1.7	1.5
Inquérito a Analistas Profissionais	Maio de 2013	-0.4	1.0	1.7	1.6
Previsões da Consensus Economics	Maio de 2013	-0.5	0.9	1.6	1.6
Barómetro da Zona Euro	Maio de 2013	-0.4	1.0	1.6	1.6
OCDE	Maio de 2013	-0.6	1.1	1.5	1.2
Comissão Europeia	Maio de 2013	-0.4	1.2	1.6	1.5
Projeções dos especialistas do Eurosistema	Junho de 2013	-0.6	1.1	1.4	1.3
		[-1.0 – -0.2]	[0.0 – 2.2]	[1.3 – 1.5]	[0.7 – 1.9]

Fontes: Previsões Económicas da primavera de 2013, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook*, de abril de 2013, do FMI; *Economic Outlook*, de maio 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.