



**BANCO DE PORTUGAL**

EUROSISTEMA

# Projeções para a economia portuguesa: 2016-2018

## 1. Sumário

As projeções para a economia portuguesa publicadas neste artigo apontam para a continuação de um crescimento moderado da atividade económica, globalmente em linha com a evolução atualmente projetada para o conjunto da área do euro. Para 2016 antecipa-se um crescimento de 1,5 por cento, semelhante ao registado em 2015, num quadro de deterioração do enquadramento internacional – não obstante a orientação acomodatória da política monetária – de desaceleração do investimento empresarial e de resiliência do consumo privado corrente. Em 2017, a economia portuguesa deverá acelerar para 1,7 por cento, refletindo

o dinamismo do investimento e das exportações. No biénio 2016-2017 o consumo privado estará influenciado pelo conjunto de medidas incluídas no Orçamento do Estado para 2016. Relativamente a 2018, projeta-se um abrandamento da atividade para 1,6 por cento, o que traduz a manutenção de constrangimentos estruturais sobre o crescimento potencial da economia portuguesa, com destaque para o elevado endividamento dos setores privado e público (Quadro 1). Neste quadro, a capacidade de financiamento da economia portuguesa no horizonte de projeção deverá ser superior à observada em 2015, sendo o aumento em

**Quadro 1 • Projeções do Banco de Portugal: 2016-2018** | Taxa de variação anual, em percentagem

	Pesos	Projeção março 2016				BE dezembro 2015		
	2015	2015	2016 <sup>(p)</sup>	2017 <sup>(p)</sup>	2018 <sup>(p)</sup>	2015 <sup>(p)</sup>	2016 <sup>(p)</sup>	2017 <sup>(p)</sup>
Produto interno bruto	100,0	1,5	1,5	1,7	1,6	1,6	1,7	1,8
Consumo privado	65,9	2,6	1,8	1,9	1,3	2,7	1,8	1,7
Consumo público	18,2	0,8	1,1	0,4	0,6	0,1	0,3	0,1
Formação bruta de capital fixo	15,0	3,7	0,7	4,5	4,5	4,8	4,1	6,1
Procura interna	99,2	2,4	1,4	2,0	1,7	2,4	1,8	2,1
Exportações	40,3	5,1	2,2	5,1	4,8	5,3	3,3	5,1
Importações	39,5	7,3	2,1	5,6	4,9	7,3	3,6	5,6
Contributo para o crescimento do PIB, líquido de importações (em p.p.) <sup>(a)</sup>								
Procura interna		1,1	0,9	0,8	0,7	1,1	0,9	0,9
Exportações		0,4	0,6	0,9	0,9	0,4	0,8	0,9
Balança corrente e de capital (% PIB)		1,7	2,9	2,3	2,3	2,4	2,5	2,3
Balança de bens e serviços (% PIB)		1,7	2,6	2,1	2,0	1,6	1,7	1,3
Índice harmonizado de preços no consumidor		0,5	0,5	1,4	1,6	0,6	1,1	1,6

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado, p.p. – pontos percentuais. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. (a) Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2005. Para mais informações, ver a Caixa “O papel da procura interna e das exportações para a evolução da atividade económica em Portugal”, *Boletim Económico* de junho de 2014.

2016 influenciado em larga medida por um ganho significativo nos termos de troca. Assim, a evolução da balança corrente e de capital ao longo do horizonte de projeção determina uma redução progressiva dos níveis de endividamento externo. Os preços no consumidor deverão acelerar gradualmente ao longo do horizonte de projeção, em linha com a evolução da inflação atualmente projetada para a

área do euro. Os riscos identificados em torno da projeção para a atividade económica e para a inflação são globalmente descendentes.

Estas projeções incorporam o conjunto de informação disponível até 17 de março e as hipóteses técnicas compatíveis com o mais recente exercício de projeção do Banco Central Europeu (BCE) (Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”).

### Caixa | Hipóteses do exercício de projeção

O quadro 2 apresenta as principais hipóteses técnicas de enquadramento do exercício de projeção para a economia portuguesa, que são consistentes com a informação subjacente ao exercício de projeção do BCE, divulgado no dia 10 de março. Estas hipóteses baseiam-se na informação disponível até 15 de fevereiro, no caso do preço do petróleo e taxas de câmbio, e até 25 de fevereiro, no caso da restante informação.

As atuais hipóteses consideram uma aceleração do comércio mundial ao longo do horizonte de

projeção, em linha com a recuperação da atividade global. Esta aceleração fica aquém da assumida nas projeções publicadas no *Boletim Económico* de dezembro, assim como da dinâmica observada antes da crise financeira, mantendo-se a baixa elasticidade dos fluxos de comércio internacional face ao PIB registada nos últimos anos. Para a área do euro é esperada a continuação de uma recuperação moderada da atividade económica. O ritmo de recuperação foi revisto em baixa face ao exercício de projeção

Quadro 2 • Hipóteses do exercício de projeção

		Projeção março 2016				BE dezembro 2015		
		2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Enquadramento internacional								
PIB mundial	tva	2,9	3,0	3,5	3,7	2,9	3,4	3,7
Comércio mundial	tva	1,8	2,8	4,2	4,4	1,5	3,5	4,2
Procura externa	tva	4,2	3,9	4,9	4,8	3,9	4,3	4,8
Preço do petróleo em dólares	vma	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Preço do petróleo em euros	vma	47,3	31,3	36,9	40,2	48,4	48,1	52,9
Condições monetárias e financeiras								
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	3,7	3,7	3,6	3,6	3,8	3,6	3,5
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	-9,3	2,9	0,1	0,0	-9,3	-0,7	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09

Fontes: BCE, Bloomberg, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma – valor médio anual. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. A taxa de juro implícita da dívida pública é calculada como o rácio entre a despesa em juros do ano e a média simples do stock da dívida no final do ano e no final do ano anterior.

de dezembro, essencialmente em resultado de uma avaliação mais negativa do enquadramento externo à área do euro.

A procura externa dirigida à economia portuguesa deverá manter-se robusta ao longo do horizonte de projeção, estabilizando em torno de um crescimento de 5 por cento em 2017 e 2018. O crescimento da procura da área do euro deverá ser claramente superior ao dos mercados fora da área, refletindo perspetivas mais favoráveis para a área do euro do que para as economias de mercado emergentes. Face ao *Boletim Económico* de dezembro, a procura externa foi revista em baixa em 2016 e ligeiramente revista em alta em 2017.

No caso do preço do petróleo, as revisões face ao anterior *Boletim Económico* são bastante acentuadas. Os preços nos mercados de futuros, nos quais assenta a hipótese técnica do exercício, apontam para uma forte revisão em baixa do preço do petróleo em dólares ao longo do horizonte de projeção. Em 2016 o preço médio anual do petróleo deverá diminuir acentuadamente face a 2015, situando-se num nível cerca de um terço mais baixo do que o antecipado em dezembro. Para 2017 e 2018 é esperado um aumento do preço do petróleo que, no entanto, se mantém em níveis substancialmente inferiores aos observados em 2013, situando-se próximo de 45 dólares no final do horizonte de projeção. As revisões em baixa no preço do petróleo em dólares são ligeiramente mais acentuadas em euros, refletindo a hipótese técnica para a respetiva taxa de câmbio.

A hipótese técnica para as taxas de câmbio pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação. Após a significativa depreciação em 2015, antecipa-se para 2016 uma apreciação do euro em termos médios anuais, quer em termos nominais efetivos, quer face ao dólar, o que compara com uma ligeira depreciação assumida no exercício de dezembro.

A evolução da taxa EURIBOR a três meses tem por base as expectativas implícitas nos contratos

de futuros. Refletindo, *inter alia*, o conjunto alargado de medidas de política adotadas pelo BCE, estes contratos apontam para a manutenção de taxas de juro negativas ao longo do horizonte de projeção, em níveis ligeiramente inferiores aos antecipados no *Boletim Económico* de dezembro para 2016 e 2017. A hipótese para a taxa de juro de longo prazo da dívida pública portuguesa baseia-se numa estimativa da taxa implícita, que inclui uma hipótese para a taxa de juro associada às novas emissões. Esta taxa foi ligeiramente revista em alta em 2016 e 2017 face à hipótese assumida em dezembro.

No que respeita às projeções orçamentais, foram seguidas as regras dos exercícios do Eurosistema. Assim, a maioria das medidas incluídas no Orçamento do Estado de 2016 (OE2016) foram incorporadas por se encontrarem especificadas com detalhe suficiente.

Relativamente ao consumo público, assume-se uma aceleração em 2016, prevendo-se um crescimento de 1,1 por cento em termos reais. Este valor reflete as perspetivas de aumento dos encargos com SCUTs e com a aquisição de bens e serviços patentes no OE2016, bem como uma hipótese de quase estabilização do número de funcionários públicos em média anual. Para 2017 e 2018, na ausência de medidas discricionárias, projeta-se uma relativa estabilização do consumo público em termos reais. Quanto ao deflator do consumo público, prevê-se uma evolução positiva e significativa até 2017, em resultado da reversão da redução remuneratória em vigor nas administrações públicas.

No que diz respeito ao investimento público nominal, assume-se uma queda deste agregado em 2016, em linha com a variação prevista no OE2016. Note-se que a evolução do investimento público deverá ser muito influenciada por entregas de material militar em 2016 e, numa menor medida, em 2017. Excluindo o respetivo impacto, as projeções do Banco de Portugal apontam para a estabilização desta rubrica em 2016 e para um crescimento em linha com o PIB nominal no restante horizonte.

## 2. A economia portuguesa em 2015

### Abrandamento da atividade na segunda metade de 2015

Em 2015 manteve-se a recuperação gradual da atividade económica iniciada em 2013, registando-se um crescimento do produto interno bruto (PIB) de 1,5 por cento, em termos reais, após um aumento de 0,9 por cento em 2014. Considerando as componentes da despesa líquidas de importações (isto é, deduzindo a cada componente uma estimativa das importações a ela associadas), esta aceleração foi caracterizada por um maior crescimento da procura interna, em particular do consumo privado, e por uma ligeira desaceleração das exportações. Ao longo de 2015 a atividade económica abrandou, em termos homólogos, de 1,6 por cento no primeiro semestre para 1,4 por cento no segundo semestre, sendo esta evolução comum à procura interna e às exportações.

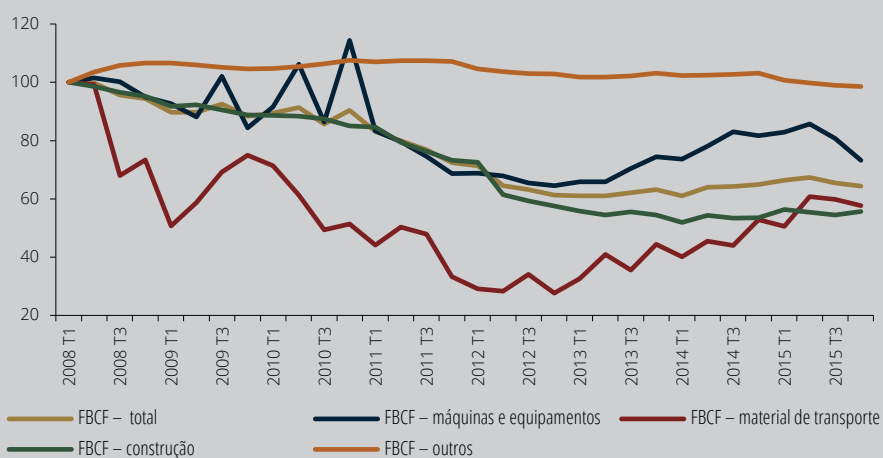
Do lado da procura interna, o consumo privado acelerou de 2,2 por cento em 2014 para 2,6 por cento em 2015, num quadro de melhoria das condições no mercado de trabalho, com um aumento do emprego e uma redução da taxa de desemprego, e de crescimento mais acentuado do crédito ao consumo. Esta aceleração

refletiu, essencialmente, a componente de consumo corrente. O consumo de bens duradouros registou um crescimento acima de 10 por cento em 2015, tendo apresentado uma desaceleração na segunda metade do ano.

O consumo público aumentou 0,8 por cento em 2015, após uma redução de 0,5 por cento no ano anterior, refletindo nomeadamente a diminuição menos acentuada do número de funcionários públicos e o aumento das despesas em consumo intermédio.

A formação bruta de capital fixo (FBCF) acelerou de 2,8 por cento em 2014 para 3,7 por cento em 2015, traduzindo a evolução da componente de construção e, em menor grau, da FBCF em material de transporte, que mais do que compensou a forte desaceleração da FBCF em máquinas e equipamentos (Gráfico 1). Em 2015, a FBCF em construção apresentou uma taxa de crescimento positiva, o que representa uma interrupção da tendência descendente observada desde 2001. Por seu turno, a FBCF em máquinas e equipamentos caiu na segunda metade do ano, após um período de elevado crescimento observado desde a segunda metade de 2013. Esta evolução desfavorável ocorreu num quadro de aumento da

Gráfico 1 • FBCF e suas componentes | Índice 2008 T1 = 100



Fonte: INE.

Nota: Em 2010 a série relativa à FBCF - máquinas e equipamentos está influenciada pela evolução da subcomponente "Sistemas de armamento".

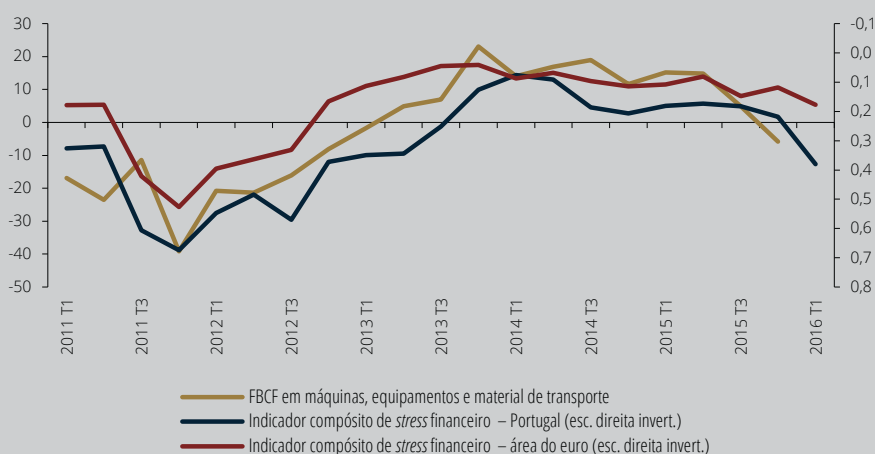
incerteza interna e de interrupção do aumento da utilização da capacidade produtiva, quer na indústria transformadora, quer nos serviços. O recrudescimento da turbulência financeira que caracterizou a economia mundial no final de 2015 terá igualmente contribuído para este resultado (Gráfico 2). A evolução da FBCF no quarto trimestre foi inferior à esperada no *Boletim Económico* de dezembro, o que explica em larga medida a revisão em baixa de 0,1 pontos percentuais (p.p.) do crescimento anual do PIB em 2015.

Do lado das exportações, a aceleração de 3,9 por cento em 2014 para 5,1 por cento em 2015 foi significativamente influenciada pelo forte dinamismo das exportações de bens energéticos, com um conteúdo importado muito elevado, que foi condicionado por um efeito de base devido ao encerramento temporário de uma unidade de refinação no primeiro trimestre de 2014. Este efeito de base repercutiu-se igualmente na evolução da variação de existências. Excluindo bens energéticos, as exportações desaceleraram em 2015, o que refletiu, em larga medida, a evolução muito desfavorável das exportações para Angola e Brasil, cujas

economias têm sido negativamente afetadas pela redução significativa do preço do petróleo e pelo menor dinamismo nos mercados internacionais das matérias-primas. Refira-se que as exportações de bens excluindo energéticos para os mercados intracomunitários mantiveram um crescimento robusto, que se estima estar situado em torno de 6 por cento em 2015. Finalmente, importa sublinhar que as exportações de turismo continuaram a apresentar um elevado crescimento que, apesar de inferior ao registado em 2014, se cifrou em 8,0 por cento.

As importações aceleraram ligeiramente, de 7,2 por cento em 2014 para 7,3 por cento em 2015, apresentando um aumento significativo na primeira metade do ano, seguido de uma clara desaceleração no segundo semestre. A evolução no primeiro semestre de 2015 traduziu, em particular, o perfil das exportações de bens energéticos e a importação excecional de alguns produtos farmacêuticos. Por seu turno, o menor dinamismo de componentes da procura interna com maior conteúdo importado no segundo semestre de 2015, nomeadamente o consumo privado de veículos automóveis e a FBCF em máquinas e equipamentos,

**Gráfico 2 • FBCF em máquinas, equipamentos e material de transporte | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

Notas: Os indicadores de stress financeiro para 2016 T1 incluem informação até 17 de março. Para mais detalhes sobre estes indicadores de stress financeiro ver Braga, J., Pereira, I. e Reis, T., 2014, "Indicador Composto de Stress Financeiro para Portugal", *Artigos de Estabilidade Financeira*, Banco de Portugal, 1, no caso de Portugal e Holló, D., Kremer, M. e Lo Duca, M., 2012, "CISS – A Composite Indicator of Systemic Stress in the Financial System", *ECB Working Paper*, 1426, no caso da área do euro.

determinou a desaceleração das importações na segunda metade do ano.

O excedente da balança de bens e serviços aumentou em 2015, ascendendo a 1,7 por cento do PIB. Apesar de, em termos reais, as importações de bens e serviços terem registado um crescimento superior ao das exportações, este efeito de volume negativo foi mais do que compensado por uma variação muito positiva dos termos de troca, associada à forte descida do preço do petróleo.

Não obstante a descida do preço do petróleo, o índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) registou um crescimento de 0,5 por

cento em 2015, após uma ligeira redução de 0,2 por cento no ano anterior. Num quadro de depreciação do euro, de aumento dos preços de importação excluindo bens energéticos e de evolução moderada dos salários no setor privado, o aumento dos preços em 2015 refletiu a aceleração dos preços dos serviços e dos bens alimentares, tendo os preços dos bens industriais não energéticos registado uma queda menos acentuada. Em 2015 o diferencial de inflação face à área do euro foi positivo, traduzindo essencialmente descidas dos preços dos bens energéticos mais acentuadas na média da área do euro do que em Portugal.

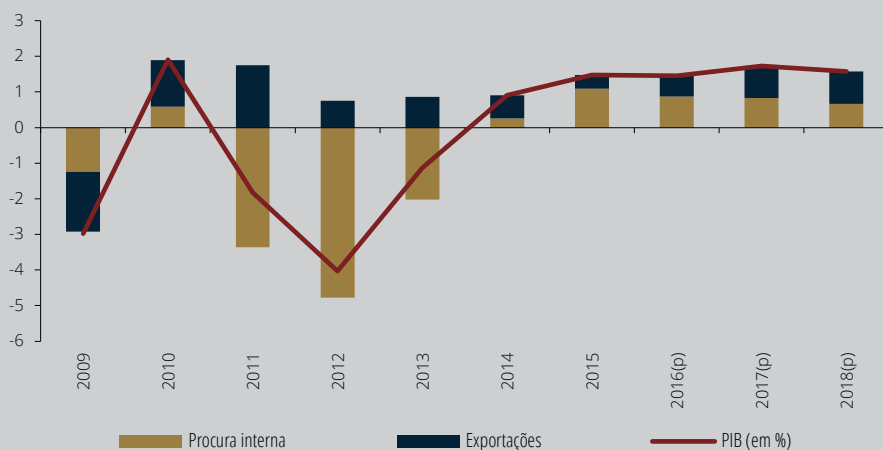
### 3. Principais traços das projeções para a economia portuguesa

Recuperação moderada da atividade, com abrandamento no final do horizonte de projeção

As projeções para a economia portuguesa apontam para a manutenção da recuperação moderada da atividade económica, com um ligeiro abrandamento no final do horizonte de projeção. Este abrandamento traduz essencialmente

a evolução da procura interna, nomeadamente do consumo privado, sendo que as exportações mantêm um contributo líquido de importações próximo de 1 por cento no horizonte de projeção (Gráfico 3). Em média no período 2016-2018, o crescimento do PIB deverá ser semelhante ao projetado para a área do euro e, no final do horizonte de projeção, o seu nível deverá estar próximo do observado antes do início da crise financeira internacional (Gráfico 4).

Gráfico 3 • Contributos líquidos para o crescimento real do PIB | Em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

O consumo privado deverá apresentar um crescimento ligeiramente inferior a 2,0 por cento em 2016 e 2017, desacelerando em 2018. Esta evolução é compatível com a continuação da redução do endividamento dos particulares em percentagem do rendimento disponível, que em 2018 será cerca de 20 p.p. inferior ao nível de 2008.

O crescimento do consumo projetado para 2016 é inferior ao registado em 2015, refletindo, em larga medida, a evolução do consumo de bens duradouros, em particular de veículos automóveis. Após o elevado dinamismo observado em 2014 e 2015, com taxas de crescimento real acima de 10 por cento, associado em parte a compras adiadas durante o período de recessão, projeta-se uma evolução do consumo de bens duradouros ao longo do horizonte de projeção em linha com a elasticidade histórica face ao rendimento disponível. A informação já disponibilizada para 2016 aponta para a possibilidade de alguma antecipação de compras no início do ano, motivada pelas alterações ao enquadramento fiscal associado aos veículos automóveis incluídas no OE2016.

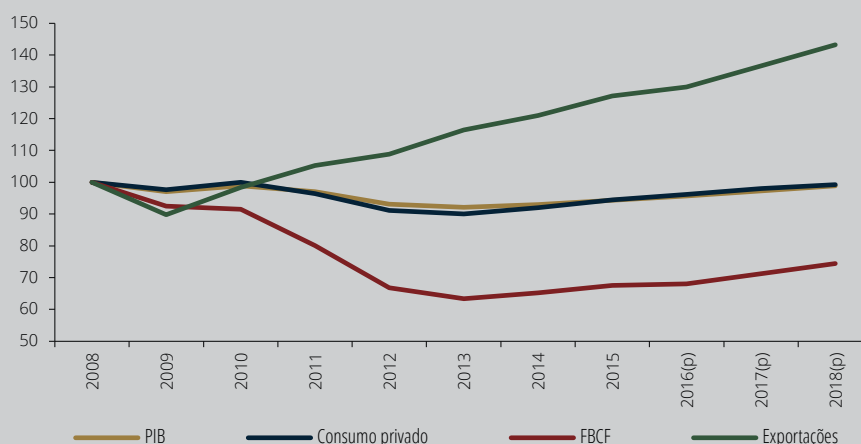
Em relação ao consumo corrente, antecipa-se que o seu crescimento em 2016 seja inferior ao registado no ano anterior. Esta evolução reflete a relativa estabilização do nível do consumo corrente no último trimestre de 2015, após o crescimento observado nos três trimestres

anteriores, assim como a desaceleração dos principais indicadores de curto prazo no início de 2016, num quadro de incerteza particularmente elevada. Contudo, antecipa-se que o nível de consumo corrente recupere ao longo do ano, em linha com a aceleração do rendimento disponível real, influenciada pela continuação de melhoria das condições no mercado de trabalho, pelo aumento do salário mínimo e pelas medidas de reposição de rendimento incluídas no OE2016.

Para 2017 e 2018 é projetada uma evolução do consumo privado em linha com o perfil do rendimento disponível real das famílias, num contexto de recuperação moderada do emprego, moderação salarial no setor privado e aceleração dos preços no consumidor. Em 2018 o consumo privado e o rendimento disponível das famílias deverão desacelerar, refletindo em larga medida o abrandamento das remunerações líquidas, após o impacto positivo da reposição dos cortes salariais no setor público e da eliminação da sobretaxa extraordinária ao imposto sobre o rendimento das famílias no período 2015-2017.

A FBCF deverá apresentar uma forte desaceleração, de 3,7 por cento em 2015 para 0,7 por cento em 2016, refletindo em larga medida a evolução da componente empresarial. Esta dinâmica está condicionada pela evolução

**Gráfico 4 • Evolução da composição do PIB | Índice 2008 = 100**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

negativa do investimento em máquinas e equipamentos no final de 2015, que se terá prolongado no início de 2016, de acordo com a informação mais recente relativa à importação de máquinas. Ao longo do ano antecipa-se que o nível da FBCF empresarial recupere, em linha com a evolução da atividade económica.

Relativamente à FBCF em habitação, a projeção aponta para um novo crescimento do investimento em habitação em 2016, em linha com o aumento do rendimento disponível e com o desagravamento da situação no mercado de trabalho. No entanto, no início de 2016 esta componente deverá registar uma evolução negativa, que se considera de natureza temporária, dado estar influenciada pelas condições meteorológicas adversas.

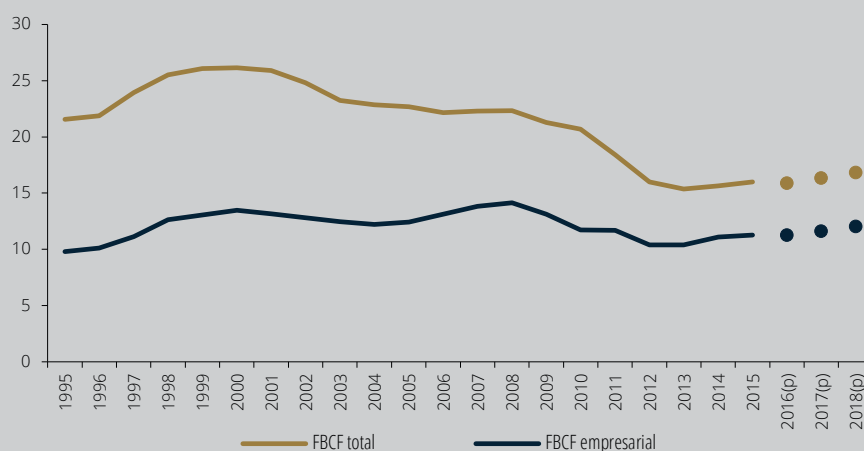
No restante horizonte de projeção, a FBCF deverá apresentar uma recuperação, crescendo acima de 4 por cento. Esta evolução está associada a um aumento da procura global, bem como a uma progressiva melhoria das condições de financiamento. No entanto, o dinamismo da FBCF será inferior ao anteriormente projetado. De facto, o atual ciclo económico tem estado associado a um fraco dinamismo no investimento, sendo este fenómeno extensível às economias desenvolvidas e, em particular, à área do euro constituindo,

aliás, uma das características mais marcantes da atual fase de crescimento económico. No caso da economia portuguesa, um fator que continuará a condicionar as decisões de investimento é o elevado endividamento das sociedades não financeiras. Dada a recuperação esperada para a FBCF empresarial, o seu peso no PIB no final do horizonte de projeção deverá ser próximo do observado em média nas duas últimas décadas (Gráfico 5).

### Exportações mantêm crescimento robusto ao longo do horizonte de projeção

Após um crescimento de 5,1 por cento em 2015, as atuais projeções para as exportações de bens e serviços apontam para um aumento de 2,2 por cento em 2016 e uma aceleração para taxas em torno de 5 por cento em 2017 e 2018, respetivamente. Num quadro de relativa estabilização do crescimento da procura externa, em linha com as hipóteses técnicas do exercício, a desaceleração das exportações em 2016 reflete essencialmente a redução das exportações de bens energéticos motivada pelo encerramento temporário de uma refinaria no início do ano. Adicionalmente, assume-se que a redução observada em 2015 no nível das exportações para algumas economias de

Gráfico 5 • Formação bruta de capital fixo | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.



mercado emergentes, nomeadamente Angola e Brasil, terá uma natureza permanente. Em 2017 e 2018 o crescimento das exportações reflete, em larga medida, a evolução da procura externa, considerando-se a manutenção da quota de mercado relativamente constante.

O crescimento robusto das exportações, comum quer à componente de bens, quer à componente de serviços, propicia a continuação do processo de orientação dos recursos produtivos para os setores com maior exposição à concorrência internacional. Em 2017 e 2018, as exportações apresentam um contributo líquido para o crescimento do PIB superior ao da procura interna, projetando-se um aumento do peso das exportações no PIB de cerca de 40 por cento em 2015 para cerca de 42 por cento em 2018 (cerca de 30 por cento do PIB em 2008).

Ao longo do horizonte de projeção, as importações evoluem em linha com a elasticidade média histórica desta componente face ao crescimento da procura global ponderada pelos conteúdos importados. Refira-se que se antecipa que as importações desacelerem de forma significativa em 2016, crescendo ligeiramente menos do que as exportações, em virtude da desaceleração vincada das componentes da procura global com maior conteúdo importado, nomeadamente o consumo de bens duradouros (veículos automóveis), o investimento empresarial e as exportações de bens energéticos.

### Excedente na balança corrente e de capital ao longo do horizonte de projeção

De acordo com as atuais projeções, o processo de ajustamento dos desequilíbrios externos acumulados da economia portuguesa deverá continuar ao longo do horizonte de projeção, com a manutenção da capacidade de financiamento da economia portuguesa, medida pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital. Esta evolução traduz um aumento da taxa de poupança do total da economia e, em menor grau, da taxa de investimento.

O saldo da balança corrente e de capital situou-se em 1,7 por cento do PIB em 2015,

antecipando-se que ascenda a 2,9 por cento do PIB em 2016 e 2,3 por cento do PIB em 2017 e 2018. O aumento do excedente em 1,2 p.p. do PIB projetado para 2016 reflete em larga medida o aumento do excedente da balança de bens e serviços. A evolução deste excedente traduz na sua quase totalidade um efeito favorável de termos de troca, associado à diminuição do preço do petróleo (Caixa "Hipóteses do exercício de projeção"). Por seu turno, a partir de 2017, antecipa-se um efeito de termos de troca desfavorável, dada a hipótese técnica de aumento dos preços do petróleo.

### Revisão em baixa do crescimento da atividade face ao anterior *Boletim Económico*

Face ao *Boletim Económico* de dezembro, a atual projeção revê em baixa o crescimento do PIB em 2016, dado que a revisão em alta do consumo público, decorrente das hipóteses de finanças públicas, foi mais do que compensada por um dinamismo inferior da FBCF e, em menor grau, das exportações, em linha com a revisão em baixa da procura externa.

Para 2017, a projeção de crescimento do PIB é ligeiramente revista em baixa, refletindo a revisão em baixa do investimento, decorrente de uma reavaliação do perfil de investimento ao longo do horizonte de projeção. Por seu turno, quer o consumo público quer o consumo privado foram ligeiramente revistos em alta. Neste último caso, a revisão está em linha com o impacto de medidas de índole orçamental sobre o rendimento disponível.

### Aceleração moderada dos preços no consumidor ao longo do horizonte de projeção

Após a redução de 0,2 por cento em 2014, a inflação medida pela taxa de variação do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) aumentou 0,5 por cento em 2015, projetando-se um crescimento dos preços semelhante em 2016 e uma aceleração em 2017 e 2018. No final do horizonte de projeção, a inflação deverá situar-se num nível próximo, mas abaixo, de 2 por cento (Gráfico 6). Face ao *Boletim*

*Económico* de dezembro, a projeção para a variação dos preços no consumidor foi revista em baixa, em 2016 e 2017, refletindo a incorporação de informação mais recente relativa ao IHPC, bem como a evolução do preço do petróleo.

A evolução dos preços projetada para o período 2016-2018 reflete pressões inflacionistas progressivamente ascendentes, motivadas pelo crescimento moderado – embora superior ao potencial – da economia portuguesa, pelo impacto positivo das medidas de política monetária adotadas pelo BCE, assim como pela incorporação da hipótese técnica de aumento do preço das matérias-primas e do petróleo em euros em 2017 e 2018 (Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”).

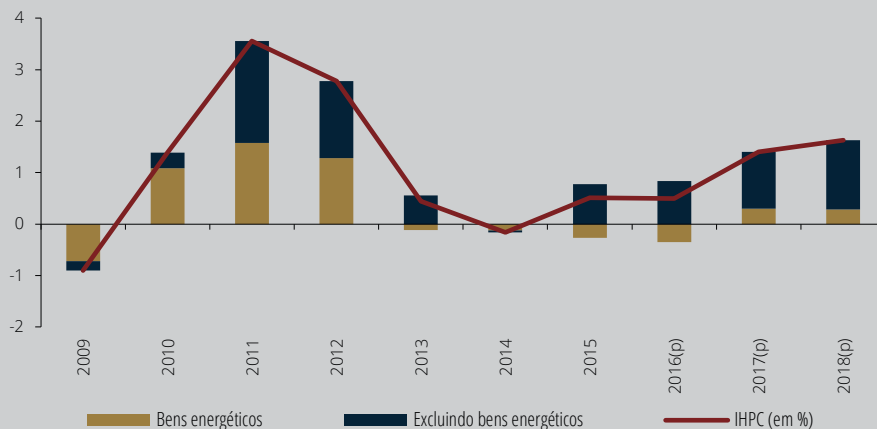
Ao longo do horizonte de projeção, a evolução da inflação tem subjacente um crescimento moderado dos salários reais por trabalhador, a par da redução gradual da taxa de desemprego e da recuperação do crescimento da produtividade. Adicionalmente, é incorporada a hipótese de uma aceleração dos preços de importação excluindo bens energéticos, em particular em 2017 e 2018.

Em 2016, o ligeiro aumento da inflação ocorre não obstante a forte descida do preço do petróleo e a ligeira apreciação do euro. Estes fatores

são parcialmente compensados pelo aumento líquido de impostos indiretos, nomeadamente os impostos sobre os produtos petrolíferos, e pelo impacto do aumento do salário mínimo. Adicionalmente, à semelhança do observado em 2015, também se mantém a hipótese de que a descida acentuada do preço do petróleo não é totalmente repercutida na evolução dos preços no consumidor, havendo um aumento do diferencial entre o preço do petróleo e o preço final no consumidor, excluindo impostos. Concomitantemente, tendo por base as projeções para a área do euro recentemente divulgadas pelo BCE, antecipa-se para 2016 um diferencial de inflação positivo face à área do euro, à semelhança do observado em 2015. As atuais projeções apontam para um desvanecimento deste diferencial ao longo do horizonte de projeção.

Embora esta projeção seja consistente com um aumento da inflação ao longo do horizonte de previsão, as expectativas de inflação no médio e longo prazo – quer em Portugal, quer na área do euro – interromperam a tendência ascendente registada desde o início de 2015, mantendo-se em níveis significativamente inferiores ao objetivo de estabilidade de preços do BCE.

**Gráfico 6 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Contributo para a taxa de variação anual em pontos percentuais**



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

## 4. Análise de riscos

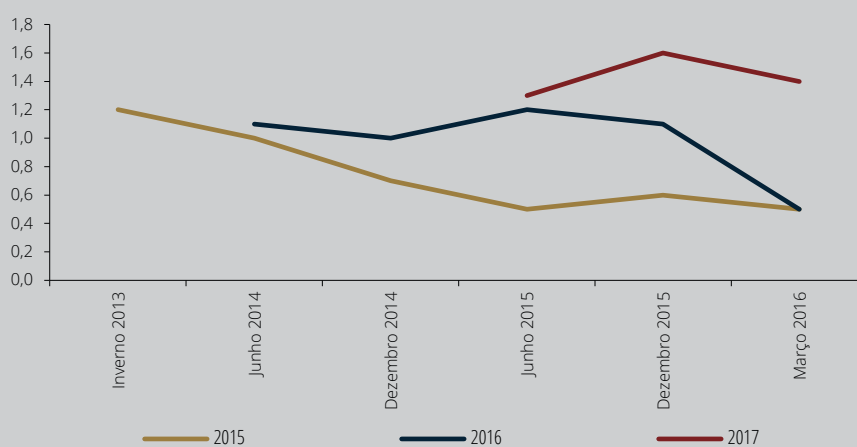
### Riscos descendentes para a atividade económica e para a inflação

As projeções apresentadas nesta nota constituem o cenário que é considerado mais provável, condicional ao conjunto de hipóteses incluídas na Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”. Este cenário encontra-se rodeado de vários riscos descendentes, entre os quais se podem destacar os seguintes: a possibilidade de um menor crescimento da atividade e dos fluxos de comércio internacional, quer na área do euro, quer nas economias de mercado emergentes, o que resultaria num menor dinamismo da procura externa dirigida à economia portuguesa; a possibilidade de recrudescimento de tensões nos mercados financeiros, com impacto negativo sobre o consumo e o investimento ao longo do horizonte de projeção, num contexto de elevado nível de endividamento público e privado; a eventual necessidade de adoção de medidas adicionais para cumprir os objetivos orçamentais, o que se traduziria numa redução da procura interna

face ao cenário base, nomeadamente em 2016; e a possibilidade de adiamento do processo de reformas estruturais. Também se considera a existência de um risco ascendente decorrente da possibilidade de implementação pelo BCE de medidas adicionais de política monetária, o que teria um impacto positivo na atividade económica e nos preços no consumidor ao longo do horizonte de projeção.

Em relação aos preços no consumidor, consideram-se igualmente riscos descendentes ao longo do horizonte de projeção, decorrentes do abrandamento da atividade a nível global, da manutenção das expectativas de inflação abaixo do objetivo de estabilidade dos preços do BCE e da possibilidade de uma redução das margens de refinação e distribuição de produtos petrolíferos. Neste âmbito, refira-se que, recentemente, as projeções para a inflação em Portugal têm sido tipicamente revistas em baixa, num quadro de quedas não antecipadas do preço do petróleo e de persistência da inflação na área do euro em níveis particularmente baixos (Gráfico 7).

**Gráfico 7 • Projeções para a taxa de variação anual do IHPC | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal.

## 5. Conclusões

As atuais projeções apontam para alguma recuperação da economia, na sequência da forte contração da atividade observada no triénio 2011-13. No final do horizonte de projeção, que inclui pela primeira vez o ano de 2018, o PIB estará próximo do observado antes da crise financeira internacional. Esta projeção revela alguns dos constrangimentos que se continuam a colocar à economia portuguesa: o elevado endividamento privado e público, a evolução demográfica adversa, as distorções existentes nos mercados de trabalho e do produto, o nível de investimento insuficiente e a diminuição do crescimento tendencial nos principais mercados de destino das exportações portuguesas.

A trajetória passada e projetada para o PIB sugere que medidas destinadas a estimular o crescimento económico de curto ou médio prazo devem subordinar-se a políticas que se orientem por três objetivos. O primeiro é a

necessidade de garantir uma trajetória descendente para o nível da dívida pública, atualmente próximo de 130 por cento do PIB, como forma de assegurar, no futuro, capacidade para absorver choques negativos na economia portuguesa. O segundo é a necessidade de avançar com reformas estruturais tendo em vista, em particular, a robustez da economia real e do sistema financeiro e o aumento dos incentivos à inovação e à mobilidade de recursos, ao mesmo tempo que se assegura a previsibilidade do quadro fiscal e institucional. Por último, é necessário preparar as gerações presentes e futuras para uma economia competitiva e crescentemente complexa, por meio de políticas de desenvolvimento do seu potencial humano.

Estas três dimensões – sustentabilidade da dívida pública, reformas estruturais adequadas e desenvolvimento do potencial humano – são integralmente partilhadas pelo quadro institucional vigente na União Europeia.