



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

## PROJEÇÕES MACROECONÓMICAS DE SETEMBRO DE 2014 PARA A ÁREA DO EURO ELABORADAS POR ESPECIALISTAS DO BCE<sup>1</sup>

*Indicadores recentes apontam para perspetivas mais fracas no curto prazo, no contexto de uma evolução comedida do comércio, tensões geopolíticas e incerteza acerca do processo de reforma em alguns países da área do euro. No entanto, na projeção de referência, os fatores subjacentes a uma continuação da recuperação mantêm-se. A procura interna beneficiará da orientação acomodatória da política monetária – reforçada pelas medidas convencionais e não convencionais adotadas em junho de 2014 – e das condições mais favoráveis em termos de oferta de crédito. As projeções de referência pressupõem uma orientação orçamental globalmente neutra, após anos de intensificação substancial da restritividade orçamental. Além disso, o consumo privado será apoiado pelo impacto dos preços baixos das matérias-primas e o aumento dos rendimentos, face à melhoria gradual do mercado de trabalho; o investimento beneficiará de uma menor necessidade de ajustamento de balanços e dos efeitos de recuperação na sequência de anos de atividade fraca, sendo, porém, inicialmente refreado pela ampla capacidade disponível. As exportações beneficiarão da recuperação gradual a nível mundial, apoiadas pelos efeitos de uma taxa de câmbio efetiva do euro mais fraca. Projeta-se que o produto interno bruto (PIB) real aumente 0.9% em 2014, 1.6% em 2015 e 1.9% em 2016. Como estas taxas são superiores ao crescimento potencial estimado, contribuem para uma redução gradual do desvio do produto.*

*Estima-se que a inflação medida pelo índice harmonizado dos preços no consumidor (IHPC) na área do euro permanecerá baixa no curto prazo, situando-se, em média, em 0.6% em 2014. Subsequentemente, projeta-se um aumento lento para 1.1% em 2015 e 1.4% em 2016. A projetada subida da inflação global reflete a esperada melhoria da atividade económica, conducente a um aumento do crescimento dos salários e dos lucros. Além disso, a pressuposta subida dos preços das matérias-primas não energéticas e, de um modo mais geral, dos preços das importações da área do euro, também relacionada com a taxa de câmbio mais fraca do euro, deverá contribuir para as pressões em sentido ascendente sobre os preços. Contudo, a capacidade disponível remanescente e o pressuposto decréscimo dos preços do petróleo, refletindo a trajetória descendente dos futuros, atenuam as perspetivas de inflação.*

*Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas na edição de junho de 2014 do Boletim Mensal, a projeção para o crescimento real do PIB em 2014 foi revista em baixa, em 0.2 pontos percentuais, espelhando resultados para o segundo trimestre mais fracos do que o esperado e menores exportações no segundo semestre do ano. A projeção para 2015 foi igualmente revista em baixa, sobretudo em virtude de um efeito de repercussão menos favorável. Em contraste, a projeção para 2016 foi revista em alta, em 0.1 pontos percentuais, principalmente devido ao impacto favorável da melhoria das condições de financiamento do investimento privado. A inflação medida pelo IHPC foi objeto de uma revisão em baixa de 0.2 pontos percentuais em 2014, como reflexo dos resultados mais baixos do que o esperado nos últimos meses. No que respeita a 2015 e 2016, a projeção permanece inalterada, dado a dinâmica subjacente antes projetada para a inflação medida pelo IHPC, excluindo preços dos produtos energéticos, ser globalmente compensada por aumentos um pouco mais fortes da inflação da componente energética do IHPC, em virtude dos pressupostos mais elevados para os preços do petróleo e mais baixos para a taxa de câmbio.*

*As medidas de política recentemente adotadas pelo BCE estão incluídas na projeção de referência apenas através do seu impacto nos pressupostos financeiros técnicos (taxas de juro do mercado e preços das ações, incluindo a taxa de câmbio). Por conseguinte, é provável que a projeção de referência*

<sup>1</sup> As projeções macroeconómicas dos especialistas do BCE fazem parte do material preparado para o Conselho do BCE, no sentido de este avaliar a evolução económica e os riscos para a estabilidade de preços. É fornecida informação sobre os procedimentos e as técnicas utilizados no documento do BCE intitulado “A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises” (Guia das projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema), de junho de 2001, disponível no sítio do BCE. A data de fecho da informação mais recente incluída neste exercício foi 21 de agosto de 2014.

subestime o impacto do pacote de medidas de política, dado que não são incluídos canais adicionais (ver Caixa 2).

O presente artigo sintetiza as projeções macroeconómicas para a área do euro relativas ao período de 2014 a 2016. Projeções para um período com um horizonte tão alargado estão sujeitas a uma incerteza muito elevada<sup>2</sup>, facto que é necessário ter em conta na sua interpretação.

As projeções para a área do euro incluem, pela primeira vez, a Lituânia.

## ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

De acordo com as projeções, o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) deverá aumentar ao longo do horizonte de projeção, passando de 3.7%, em 2014, para 4.2%, em 2015, e 4.3%, em 2016. Não obstante a volatilidade de curto prazo, o dinamismo em economias avançadas que não fazem parte da área do euro está a consolidar-se. A atividade nos mercados emergentes também registou uma recuperação, impulsionada pela forte aceleração na China. Os indicadores mundiais confirmam que o crescimento está a ganhar força no curto prazo. Para além do curto prazo, espera-se um fortalecimento da atividade a nível mundial. A orientação extremamente acomodatória das políticas monetárias nas economias avançadas continua a apoiar os mercados financeiros e a retoma mundial. As economias avançadas deverão beneficiar, cada vez mais, da diminuição dos fatores adversos, refletindo o desvanecimento da desalavancagem do setor privado, a menor necessidade de consolidação orçamental e a melhoria dos mercados de trabalho. Em contraste, é provável que estrangulamentos a nível de infraestruturas em várias economias emergentes, restrições em termos de capacidade produtiva e desequilíbrios macroeconómicos entrem o potencial de crescimento, enquanto outras economias emergentes se ajustam a condições de financiamento mais restritivas e à normalização futura da política monetária nos Estados Unidos.

O dinamismo do comércio mundial abrandou desde finais do ano passado. Numa análise prospetiva, o aumento do investimento em economias avançadas não pertencentes à área do euro deverá instigar uma recuperação gradual do comércio mundial. Todavia, considera-se que fatores estruturais também estão a desempenhar um papel, incluindo o abrandamento do ritmo de integração através das cadeias de oferta mundiais. Consequentemente e em consonância com rondas de previsões anteriores, a projeção pressupõe que a elasticidade do comércio mundial em relação à atividade será menor do que a observada antes da crise financeira mundial. Projeta-se que o comércio mundial (excluindo a área do euro) registre um fortalecimento de 3.9% em 2014, 5.5% em 2015 e 5.9% em 2016. Como se espera que o ritmo de expansão da procura de importações pelos principais parceiros comerciais da área do euro seja mais lento do que o da procura por parte do resto do mundo, a projeção é de que o crescimento da procura externa da área do euro seja um pouco mais fraco do que o do comércio mundial (ver Quadro 1).

### Quadro 1: Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Setembro de 2014				Junho de 2014			Revisões desde junho de 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.7	3.7	4.2	4.3	3.6	4.0	4.1	0.1	0.2	0.2
Comércio mundial (excluindo a área do euro) <sup>1)</sup>	3.4	3.9	5.5	5.9	4.3	5.7	5.9	-0.3	-0.2	0.0
Procura externa da área do euro <sup>2)</sup>	2.9	3.5	5.0	5.6	3.7	5.2	5.6	-0.3	-0.3	-0.1

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

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

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

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas na edição de junho de 2014 do Boletim Mensal, as perspetivas para o crescimento mundial em 2014 foram objeto de uma revisão em alta de 0.1 pontos percentuais e, no que respeita a 2015 e 2016, de 0.2 pontos percentuais. Contudo, estas revisões são de caráter técnico e refletem na totalidade uma atualização das ponderações do PIB – com base na paridade do poder de compra utilizada para produzir os agregados da atividade mundial –, que atribuem uma importância maior às economias dos mercados emergentes com crescimento mais rápido, não espelhando assim uma perspetiva diferente em relação aos países<sup>3</sup>. Excluindo os efeitos da alteração das ponderações, a projeção para o crescimento do PIB mundial permanece fundamentalmente inalterada. A procura externa da área do euro foi revista em baixa em 0.3 pontos percentuais no que se refere a 2014 e 2015 e em 0.1 pontos percentuais no tocante a 2016. Estas revisões em sentido descendente refletem a avaliação de que o comércio mundial provavelmente será mais fraco do que antes esperado, bem como perspetivas mais pessimistas quanto ao comércio com a Rússia e a Ucrânia (ver Caixa 4).

#### 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 de fecho da informação de 13 de agosto de 2014. As taxas de curto prazo referem-se à taxa EURIBOR a três meses, sendo as expectativas do mercado determinadas a partir das taxas dos contratos de futuros. Seguindo esta metodologia, obtém-se para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de 0.2%, em 2014 e 2015, e de 0.3%, em 2016. 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 2.3% em 2014, 2.2% em 2015 e 2.5% em 2016<sup>1</sup>. Refletindo a trajetória das taxas de juro do mercado a prazo e a transmissão gradual das variações das taxas de mercado às taxas ativas, espera-se que as taxas ativas bancárias compósitas aplicadas aos empréstimos ao setor privado não financeiro da área do euro permaneçam globalmente estáveis em 2014 e 2015, registando posteriormente uma subida modesta no decurso de 2016.

Em relação aos preços das matérias-primas, com base na trajetória implícita nos mercados de futuros na quinzena finda na data de fecho da informação, pressupõe-se que o preço do barril de petróleo bruto Brent desça de USD 109.8, no segundo trimestre de 2014, para USD 102.7, em 2016. Em termos dos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, presume-se que diminuam substancialmente em 2014 e que subam em 2015, aumentando depois a um ritmo um pouco mais rápido em 2016<sup>2</sup>.

Relativamente às taxas de câmbio bilaterais, parte-se do pressuposto de que, ao longo do horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevalentes no período de duas semanas findo em 13 de agosto de 2014, a data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio USD/EUR de 1.36 em 2014 e de 1.34 em 2015 e 2016.

3 Na sequência da publicação do inquérito de 2011 relativo aos novos referenciais para a paridade do poder de compra, conduzido no âmbito do *International Comparison Program* (Programa de Comparação Internacional), o FMI atualizou as estimativas do PIB medido em termos de paridade do poder de compra, disponibilizadas no *World Economic Outlook* (ver a caixa constante da atualização de julho de 2014 do *World Economic Outlook* do FMI)

## Pressupostos técnicos

	Setembro de 2014				Junho de 2014			Revisões desde junho de 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
EURIBOR a três meses (em percentagem, por ano)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.0	-0.1	-0.2
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos (em percentagem, por ano)	2.9	2.3	2.2	2.5	2.4	2.6	3.0	-0.1	-0.4	-0.5
Preço do petróleo (USD/barril)	108.8	107.4	105.3	102.7	107.2	102.2	98.2	0.2	3.0	4.5
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-5.0	-4.8	0.1	4.4	0.3	1.7	4.6	-5.1	-1.6	-0.2
Taxa de câmbio USD/EUR	1.33	1.36	1.34	1.34	1.38	1.38	1.38	-1.8	-3.3	-3.3
Taxa de câmbio efetiva (TCE20) nominal do euro (variação anual, em percentagem)	3.8	1.4	-0.8	0.0	2.6	0.1	0.0	-1.2	-0.9	0.0

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

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 taxas de rendibilidade das obrigações.

Os pressupostos orçamentais refletem as leis orçamentais e orçamentos suplementares aprovados dos países da área do euro, os planos orçamentais de médio prazo dos mesmos, assim como medidas orçamentais bem especificadas, enunciadas nas atualizações dos programas de estabilidade disponíveis em 21 de agosto de 2014. Incluem todas as medidas de política já aprovadas pelos parlamentos nacionais ou definidas em suficiente pormenor pelos governos e que provavelmente serão aprovadas no âmbito do processo legislativo. De um modo geral, estes pressupostos implicam, em média, só um pequeno grau de consolidação orçamental durante o horizonte de projeção, com base nos planos orçamentais para 2014 e apenas em informação limitada para 2015 e 2016. A pressuposta consolidação orçamental no horizonte de projeção é significativamente inferior à observada nos últimos anos.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas na edição de junho de 2014 do Boletim Mensal, as principais alterações a nível dos pressupostos técnicos incluem taxas de juro de curto e de longo prazo mais baixas na área do euro, bem como uma taxa de câmbio efetiva do euro mais fraca. Embora os preços do petróleo denominados em dólares dos Estados Unidos sejam um pouco mais elevados do que nas projeções de junho, os preços das matérias-primas não energéticas são inferiores.

- 1 O pressuposto relativo às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a 10 anos da 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 cupão do BCE que torna o preço da obrigação igual ao valor nominal (*par yield*) a 10 anos de todas as obrigações da área do euro, sendo a discrepância inicial entre as duas séries mantida constante ao longo do horizonte de projeção. Quanto aos diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública específicas dos países e a média da área do euro correspondente, pressupõe-se que permaneçam constantes ao longo do horizonte de projeção.
- 2 Os pressupostos referentes aos preços do petróleo e das matérias-primas alimentares têm por base os preços dos futuros até ao final do horizonte de projeção. No que respeita aos preços de outras matérias-primas não energéticas e não alimentares, pressupõe-se que os preços sigam os futuros até ao terceiro trimestre de 2015, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial. Os preços (em euros) dos produtos agrícolas no produtor na União Europeia, utilizados para a previsão dos preços no consumidor dos produtos alimentares, são projetados partindo de um modelo econométrico, que tem em conta a evolução dos preços internacionais das matérias-primas alimentares.

## PROJEÇÕES PARA O CRESCIMENTO REAL DO PIB

A recuperação económica na área do euro estagnou no segundo trimestre de 2014, após quatro trimestres de crescimento modesto. A fraqueza da atividade no segundo trimestre parece refletir, em parte, o papel adverso desempenhado por vários fatores pontuais. Em primeiro lugar, a atividade no trimestre inicial de 2014 esteve sujeita a um efeito em sentido ascendente pouco habitual, decorrente do reduzido número de feriados (uma vez que todo o período de férias da Páscoa decorreu no segundo trimestre) e do tempo ameno de inverno que impulsionou a atividade de construção. Nenhum destes efeitos em sentido ascendente no primeiro trimestre foi suficientemente captado na correção de sazonalidade ou de dias úteis. O seu desvanecimento no segundo trimestre atenuou o crescimento. Em segundo lugar, efeitos de calendário negativos relacionados com um número superior ao normal de “dias de ponte” em torno dos feriados em muitos países da área do euro podem ter reduzido o número efetivo de dias úteis em maio, fator que não foi captado na correção de dias úteis.

No que respeita ao segundo semestre de 2014, embora os indicadores da confiança ainda se situem próximo dos níveis médios de longo prazo, o seu enfraquecimento recente indica um aumento bastante modesto da atividade no curto prazo. Os valores mais fracos dos dados de inquéritos verificam-se no contexto da recente nova intensificação das tensões geopolíticas (ver Caixa 4), a par da incerteza sobre o processo de reforma económica em alguns países da área do euro. No geral, a projeção implica uma retoma bastante modesta da atividade no segundo semestre de 2014, mais fraca do que antes esperado.

Numa análise para além do curto prazo e pressupondo que não se verificará um novo agravamento das tensões a nível mundial, prevê-se uma aceleração gradual do crescimento real do PIB ao longo do horizonte de projeção. O crescimento real do PIB deverá aumentar em 2015 e 2016, projetando-se que os diferenciais de crescimento entre países diminuam, graças aos progressos na superação da fragmentação dos mercados financeiros, a menores diferenças na trajetória das respetivas políticas orçamentais e ao impacto positivo, sobre a atividade, de anteriores reformas estruturais em vários países. A projetada recuperação da atividade será principalmente apoiada por um fortalecimento da procura interna, devido à orientação acomodatória da política monetária – reforçada pelas recentes medidas convencionais e não convencionais –, assim como por uma orientação orçamental globalmente neutra, após anos de substancial restritividade orçamental, e por um regresso a condições de concessão de crédito neutras. Além disso, o consumo privado deverá beneficiar de um aumento do rendimento disponível real, resultante do impacto favorável de uma inflação baixa dos preços das matérias-primas e do aumento do crescimento dos salários. O investimento privado residencial e não residencial deverá igualmente ser apoiado pelo desvanecimento do impacto adverso das necessidades de ajustamento de balanços e por um efeito de recuperação, após anos de investimento fraco. Acresce que a atividade será cada vez mais apoiada por um fortalecimento gradual da procura externa, reforçado pela recente depreciação da taxa de câmbio efetiva do euro e por anteriores ganhos de competitividade. No entanto, uma série de fatores continua a travar os progressos no sentido de um crescimento mais rápido. Espera-se que o impacto adverso, nas perspetivas de consumo privado, das elevadas taxas de desemprego em alguns países diminua apenas gradualmente ao longo do horizonte de projeção, devendo a ampla capacidade produtiva disponível em alguns países e, possivelmente, restrições a nível da oferta de trabalho, noutros, continuar a refrear as despesas de investimento. Além disso, as perspetivas de curto prazo relativas ao investimento e às exportações são atenuadas pelas atuais tensões geopolíticas. Em termos médios anuais, o PIB real deverá aumentar 0.9% em 2014, 1.6% em 2015 e 1.9% em 2016. Este padrão de crescimento reflete um aumento constante da contribuição da procura interna, a par de um pequeno contributo positivo das exportações líquidas.

Analisando mais pormenorizadamente as componentes da procura, projeta-se que as exportações extra-área do euro ganhem dinamismo no final de 2014 e no decurso de 2015, espelhando o fortalecimento gradual da procura externa da área do euro e o impacto favorável da recente depreciação do euro. As tensões recentes entre a União Europeia e a Rússia têm, em geral, implicações limitadas para a procura externa e as exportações da área do euro, apesar de alguns países com relações comerciais relativamente fortes com a Rússia puderem ser muito mais afetados. De acordo com as projeções, as quotas de mercado das exportações da área do euro registarão uma pequena diminuição ao longo do horizonte de projeção, não obstante uma evolução bastante heterogénea entre os vários países da área do euro, refletindo diferenças na evolução da competitividade e padrões de comércio distintos. Projeta-se que

o crescimento das exportações intra-área do euro seja um pouco mais lento do que o das exportações extra-área do euro, devido a uma procura interna ainda relativamente fraca na área do euro.

Quanto ao investimento empresarial, projeta-se que aumente gradualmente durante o horizonte de projeção, apoiado pelo fortalecimento da procura interna e externa (num contexto de necessidades acumuladas de investimento de substituição), pelo nível muito baixo das taxas de juro e pela esperada melhoria da sua transmissão às taxas de juro ativas em alguns países, bem como por lucros mais fortes e alguma melhoria nos efeitos em termos de oferta de crédito. Todavia, o impacto adverso de um crescimento tendencial mais reduzido e da continuação da reestruturação dos balanços das empresas em alguns países da área do euro impedem uma recuperação mais forte do investimento empresarial. No final do horizonte de projeção, a expectativa é de que o nível de investimento seja ainda 6% inferior ao valor máximo pré-crise, com diferenças substanciais entre os países da área do euro.

De acordo com as projeções, o investimento residencial registará um aumento gradual no segundo semestre de 2014, ganhando depois maior dinamismo em 2015, face à retoma da atividade, num enquadramento de taxas hipotecárias baixas e condições de concessão de crédito melhoradas, e ao desvanecimento das necessidades de ajustamento. No entanto, em alguns países, o ajustamento nos mercados da habitação e/ou o crescimento ainda fraco do rendimento disponível real continuarão a refrear a atividade de construção para fins de habitação. Em relação ao investimento público, espera-se que permaneça fraco ao longo do horizonte de projeção, em virtude da continuação da contenção da despesa em vários países da área do euro, a qual compensa o perfil mais expansionista do investimento público em outros países.

O emprego em termos de número de indivíduos empregados aumentou modestamente no primeiro semestre de 2014. Contudo, projeta-se que o crescimento do emprego permaneça fraco no segundo semestre do ano, registando subsequentemente uma recuperação modesta em 2015 e 2016. A esperada recuperação do emprego reflete a melhoria da atividade, o impacto em sentido ascendente da anterior moderação dos salários e os efeitos positivos das reformas do mercado de trabalho, que aumentaram a flexibilidade e apoiaram a criação de emprego no setor privado, especialmente em alguns países sob pressão. Não obstante, novos cortes do número de empregados no setor público em alguns países atenuarão o crescimento geral do emprego. Espera-se um aumento modesto da população ativa durante o horizonte de projeção, devido à imigração e em virtude de a melhoria gradual da situação no mercado de trabalho estimular a participação de determinados segmentos da população. A taxa de desemprego desceu nos últimos meses, refletindo sobretudo a viragem no emprego. A expectativa é de que registe nova descida ao longo do horizonte de projeção, devendo, porém, manter-se significativamente mais elevada do que antes da crise. Projeta-se que a produtividade do trabalho (medida como produto por indivíduo empregado) apresente uma melhoria, refletindo o esperado aumento do crescimento real do PIB e a resposta desfasada do emprego à evolução da atividade.

## Quadro 2: Projeções macroeconómicas para a área do euro<sup>1)</sup>

(variação anual, em percentagem)

	Setembro de 2014				Junho de 2014			Revisões desde junho de 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real <sup>3)</sup>	-0.4	0.9	1.6	1.9	1.0	1.7	1.8	-0.2	-0.1	0.1
		[0.7 – 1.1] <sup>4)</sup>	[0.6 – 2.6] <sup>4)</sup>	[0.6 – 3.2] <sup>4)</sup>	[0.6 – 1.4] <sup>4)</sup>	[0.6 – 2.8] <sup>4)</sup>	[0.5 – 3.1] <sup>4)</sup>			
Consumo privado	-0.6	0.7	1.4	1.6	0.7	1.5	1.6	0.0	-0.1	0.0
Consumo público	0.2	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.0	0.0
Formação bruta de capital fixo	-2.6	1.1	3.1	3.9	1.7	3.1	3.5	-0.6	0.0	0.4
Exportações <sup>5)</sup>	1.7	3.1	4.5	5.3	3.6	4.8	5.3	-0.5	-0.3	0.0
Importações <sup>5)</sup>	0.7	3.5	4.5	5.3	3.6	4.8	5.5	-0.1	-0.4	-0.2
Emprego	-0.8	0.3	0.6	0.7	0.3	0.5	0.7	0.0	0.1	0.0
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	11.9	11.6	11.2	10.8	11.8	11.5	11.0	-0.2	-0.2	-0.3
IHPC	1.4	0.6	1.1	1.4	0.7	1.1	1.4	-0.2	0.0	0.0
		[0.5 – 0.7] <sup>4)</sup>	[0.5 – 1.7] <sup>4)</sup>	[0.7 – 2.1] <sup>4)</sup>	[0.6 – 0.8] <sup>4)</sup>	[0.5 – 1.7] <sup>4)</sup>	[0.6 – 2.2] <sup>4)</sup>			
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	1.4	0.8	1.3	1.6	1.0	1.3	1.6	-0.2	-0.1	0.0
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	1.1	0.9	1.2	1.5	1.0	1.2	1.5	-0.1	0.0	-0.1
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos <sup>6)</sup>	1.0	0.8	1.2	1.5	0.9	1.2	1.5	-0.1	0.0	-0.1
Custos unitários do trabalho	1.2	1.0	0.8	1.1	0.9	0.7	1.1	0.1	0.0	0.0
Remuneração por trabalhador	1.6	1.6	1.8	2.2	1.6	1.9	2.2	0.0	-0.1	0.1
Produtividade do trabalho	0.4	0.6	1.0	1.1	0.7	1.1	1.0	-0.1	-0.1	0.1
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-3.0	-2.6	-2.4	-1.9	-2.5	-2.3	-1.9	-0.1	0.0	0.0
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) <sup>7)</sup>	-2.2	-2.0	-2.0	-1.9	-2.0	-2.0	-1.9	0.0	0.0	0.0
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	92.7	93.9	93.1	91.5	93.4	92.6	91.1	0.5	0.5	0.4
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	2.4	2.3	2.3	2.4	2.6	2.6	2.8	-0.3	-0.3	-0.4

1) As projeções para 2015 incluem a Lituânia. A variação média anual em percentagem para 2015 tem por base uma composição da área do euro em 2014 que já inclui a Lituânia. A projeção relativa às variáveis das contas nacionais baseia-se na norma do Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais (SEC 95).

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

3) Dados corrigidos de dias úteis.

4) Os intervalos em torno das projeções baseiam-se nas diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excecionais, encontra-se documentado na publicação do BCE intitulada “New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges” (Novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE), de dezembro de 2009, disponibilizada no sítio do BCE.

5) Incluindo comércio intra-área do euro.

6) O subíndice tem por base estimativas do impacto efetivo dos impostos indiretos. Tal poderá diferir dos dados do Eurostat, que assentam no pressuposto de uma transmissão integral e imediata dos efeitos fiscais ao IHPC.

7) Calculado como o saldo orçamental das administrações públicas líquido de efeitos transitórios do ciclo económico e de medidas temporárias tomadas pelos governos. O cálculo segue a abordagem aplicada pelo Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) aos saldos orçamentais corrigidos do ciclo (ver Bouthévilain, 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). A projeção do saldo estrutural não é obtida a partir de uma medida agregada do desvio do produto. De acordo com a metodologia do SEBC, as componentes cíclicas são calculadas separadamente para as diferentes rubricas da receita e da despesa. Para uma análise deste tema, também no que se refere à metodologia da Comissão Europeia, ver a caixa intitulada “Ajustamento cíclico do saldo orçamental público”, na edição de março de 2012 do Boletim Mensal, e a caixa intitulada “O saldo estrutural como indicador da posição orçamental subjacente”, na edição de setembro de 2014 do Boletim Mensal.

A expectativa é de que o crescimento do consumo privado aumente ao longo do horizonte de projeção, acompanhando de perto o crescimento do rendimento disponível real, o qual se projeta que seja apoiado por rendimentos do trabalho mais fortes, espelhando o aumento do emprego e o crescimento mais elevado dos salários, bem como por um impacto menos adverso da consolidação orçamental, um contributo crescente de outros rendimentos pessoais (sobretudo relacionados com lucros) e preços das matérias-primas baixos. Quanto ao rácio de poupança, espera-se que permaneça estável. Tal reflete efeitos opostos de, por um lado, o impacto em sentido descendente da redução das taxas de juro e a diminuição gradual do desemprego, implicando uma necessidade menor de poupança por motivos de precaução, e, por outro lado, os efeitos em sentido ascendente de uma “despoupança” menos forçada em alguns países, dado o aumento do rendimento disponível facilitar o consumo. Pressupõe-se que o consumo público aumente moderadamente durante o horizonte de projeção.

Em relação às importações extra-área do euro, projeta-se que registem um crescimento moderado ao longo do horizonte de projeção. As importações continuam a ser restringidas pelo crescimento fraco da procura total da área do euro e por algum impacto em sentido descendente da recente depreciação do euro. Quanto ao comércio líquido, espera-se que contribua moderadamente para o crescimento real do PIB no horizonte de projeção. O excedente da balança corrente deverá permanecer, em geral, estável em 2.4% do PIB em 2016.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas na edição de junho de 2014 do Boletim Mensal, a projeção para o crescimento real do PIB em 2014 foi revista em baixa em 0.2 pontos percentuais, refletindo sobretudo resultados para o segundo trimestre mais fracos do que o esperado. Além disso, atendendo às tensões geopolíticas acrescidas, o impacto nas exportações de uma procura mundial mais reduzida e, em menor grau, de um investimento mais fraco implicam uma revisão em baixa da atividade no segundo semestre de 2014. Para 2015, a projeção foi revista em baixa em 0.1 pontos percentuais, espelhando principalmente um efeito de repercussão menor. A projeção para 2016 foi objeto de uma revisão em alta de 0.1 pontos percentuais, refletindo sobretudo o impacto positivo no investimento privado de condições de financiamento mais favoráveis, apoiadas pelas operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas.

## PROJEÇÕES RELATIVAS A PREÇOS E CUSTOS

De acordo com a estimativa preliminar do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC global situou-se em 0.3% em agosto de 2014. A atual taxa de inflação fraca reflete uma descida dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, bem como as tendências moderadas dos preços dos produtos industriais não energéticos e dos serviços.

Após uma taxa de 0.6% no segundo trimestre de 2014, projeta-se que a inflação medida pelo IHPC global registre nova descida ligeira, situando-se em 0.4% no terceiro trimestre, recuperando no último trimestre de 2014 para 0.7%. Estima-se que a inflação medida pelo IHPC continuará a ganhar força gradualmente ao longo do horizonte de projeção, devendo registar uma taxa de 1.5% no quarto trimestre de 2016. A diminuição do desvio do produto negativo, no contexto de uma consolidação da recuperação, conducente a um aumento do crescimento dos salários e dos lucros, deverá ter algum impacto em sentido ascendente sobre a inflação. Além disso, espera-se que a subida dos preços das matérias-primas não energéticas e dos preços das importações da área do euro, reforçados pela taxa de câmbio mais baixa do euro, apoie aumentos dos preços no consumidor na área do euro. No entanto, considera-se que, até 2016, a inflação será contida pela margem disponível remanescente na economia – dado projetar-se que o desvio do produto negativo registre apenas uma diminuição parcial até 2016, implicando uma dinâmica de preços e de margens de lucro muito modesta – e pelo pressuposto decréscimo dos preços do petróleo, como refletido nos mercados de futuros.

Mais especificamente, espera-se que a inflação dos preços dos produtos energéticos permaneça em território claramente negativo no terceiro trimestre de 2014, oscilando depois em torno de zero ao longo do resto do horizonte de projeção. O impacto da trajetória ligeiramente descendente da curva dos futuros do petróleo bruto sobre os preços no consumidor dos produtos energéticos será parcialmente compensado, ao longo do horizonte de projeção, pelos efeitos em sentido ascendente de fatores como a depreciação do

euro e a evolução dos preços de outras categorias de produtos energéticos. De um modo geral, projeta-se que o contributo dos preços dos produtos energéticos para a inflação medida pelo IHPC seja nulo durante o horizonte de projeção, ou seja, significativamente mais baixo do que o valor de 0.5 pontos percentuais adicionado, em média, no período de 1999 a 2013. A evolução desta componente do IHPC explica assim, em grande medida, as perspetivas de inflação mais moderadas ao longo do horizonte de projeção, em comparação com o verificado nos primeiros 15 anos da união monetária.

No tocante à inflação dos preços dos produtos alimentares, projeta-se que se mantenha perto de zero no terceiro trimestre do corrente ano, mas que registe um aumento forte nos trimestres seguintes e até meados de 2015, altura em que o impacto considerável em sentido descendente das condições meteorológicas sobre os preços dos produtos alimentares não transformados e os efeitos de base, também em sentido descendente, deverão desvanecer-se. Subsequentemente, estima-se que a inflação dos preços dos produtos alimentares continuará a aumentar, se bem que de forma mais gradual, atingindo taxas de 2% no final do horizonte de projeção. O novo aumento da inflação dos preços dos produtos alimentares reflete a pressuposta subida dos preços agrícolas no produtor na União Europeia, em consonância com o fortalecimento gradual da retoma económica. Em termos gerais, projeta-se que os preços dos produtos alimentares deem um contributo de 0.2 pontos percentuais para inflação medida pelo IHPC durante o horizonte de projeção, valor que é inferior aos 0.5 pontos percentuais adicionados, em média, no período de 1999 a 2013, constituindo assim outra razão para as perspetivas de inflação comparativamente modestas.

A expectativa é de que a inflação medida pelo IHPC, excluindo preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos, tenha atingido o seu nível mínimo, situando-se em 0.8% entre o último trimestre de 2013 e o terceiro trimestre de 2014. Esta deverá subir gradualmente no horizonte de projeção, à medida que a recuperação for ganhando dinamismo, verificando-se uma diminuição do desvio do produto, e face ao fortalecimento do crescimento salarial e dos lucros. Espera-se que esta medida da inflação subjacente atinja uma taxa de 1.5% no último trimestre de 2016. A contribuição desta componente do IHPC para a inflação medida pelo IHPC global é também inferior à média, sendo de 0.8 pontos percentuais no horizonte de projeção, o que compara com uma média de longo prazo de 1.1 pontos percentuais.

Os aumentos dos impostos indiretos incluídos nos planos de consolidação orçamental deverão dar um pequeno contributo em sentido ascendente, de cerca de 0.1 pontos percentuais, para a inflação medida pelo IHPC em 2014. Dada a inexistência de informação sobre medidas orçamentais aprovadas para o horizonte remanescente, espera-se presentemente que os contributos dos impostos indiretos sejam negligenciáveis em 2015 e 2016 (em comparação com uma média histórica de 0.2%)

Fatores externos relacionados com preços tiveram um impacto em sentido descendente substancial na evolução recente da inflação medida pelo IHPC. O crescimento homólogo do deflator das importações registou uma descida acentuada, passando de uma taxa de 2.4% em 2012 para -2.0% no primeiro trimestre de 2014. Esta queda refletiu os preços internacionais fracos decorrentes do ritmo lento do crescimento mundial, a anterior apreciação do euro e descidas dos preços das matérias-primas petrolíferas e não petrolíferas. A expectativa é de que as significativas pressões externas em sentido descendente sobre os preços cessem no segundo semestre de 2014, estimando-se que ocorrerá uma viragem no crescimento homólogo do deflator das importações. Ao longo do horizonte de projeção, espera-se um aumento da taxa de variação homóloga do deflator das importações até ao início de 2015, o qual, no horizonte de projeção remanescente, se projeta que seja seguido por um crescimento globalmente estável de cerca de 1.4%, taxa que está próxima da média de longo prazo. O aumento da taxa de crescimento do deflator das importações reflete a pressuposta subida dos preços internacionais, face ao fortalecimento da economia mundial, à esperada recuperação dos preços das matérias-primas não energéticas e à taxa de câmbio do euro mais baixa.

No que se refere às pressões internas sobre os preços, estima-se que a melhoria gradual das condições no mercado de trabalho da área do euro provocará alguma aceleração da remuneração por trabalhador. Em relação ao crescimento dos custos unitários do trabalho, estima-se que registará uma descida ao longo dos dois primeiros anos do horizonte de projeção, situando-se em 1.0% em 2014 e 0.8% em 2015, aumentando depois ligeiramente para 1.1% em 2016. A queda do crescimento dos custos unitários do trabalho nos primeiros dois anos do horizonte de projeção advém da dinâmica modesta do crescimento da

remuneração por trabalhador, a par de um fortalecimento do crescimento da produtividade do trabalho. Em 2016, espera-se que o crescimento dos custos unitários de trabalho registre uma ligeira recuperação, devido a um aumento do crescimento da remuneração por trabalhador, acompanhado por uma estagnação, em geral, do crescimento da produtividade do trabalho. Este padrão reflete a resposta desfasada do crescimento dos salários e do emprego à retoma económica, dada a dimensão considerável e diminuição apenas lenta da margem disponível nos mercados de trabalho da área do euro.

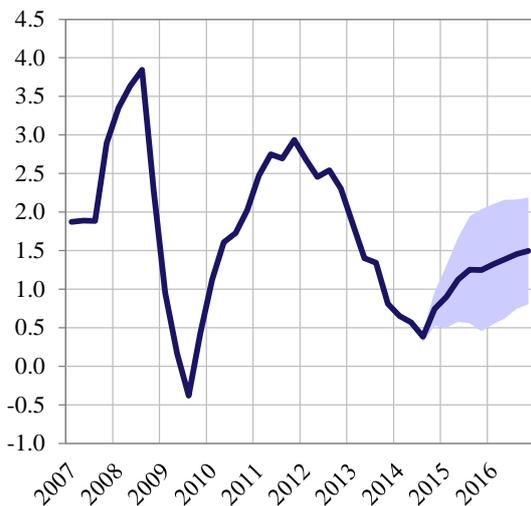
Relativamente às margens de lucro (calculadas como a diferença entre o deflator do PIB a custo de fatores e o crescimento dos custos unitários do trabalho), espera-se que diminuam um pouco em 2014. Subsequentemente, deverão registar um fortalecimento gradual, apoiadas pela recuperação cíclica da economia.

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

(dados trimestrais)

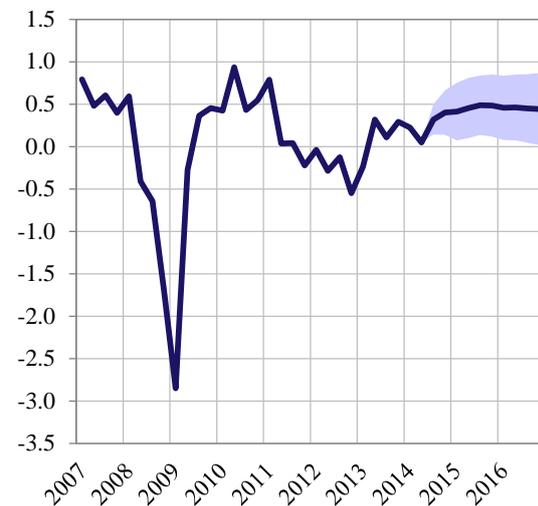
#### IHPC da área do euro

(variação homóloga, em percentagem)



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

(variação em termos trimestrais em cadeia, em percentagem)



1) Os intervalos em torno das principais projeções têm por base as diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excepcionais, encontra-se documentado na publicação do BCE intitulada “New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges” (Novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE), de dezembro de 2009, disponibilizada no sítio do BCE.

2) Dados corrigidos de dias úteis.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas na edição de junho de 2014 do Boletim Mensal, a projeção para a inflação medida pelo IHPC global em 2014 foi objeto de uma revisão em baixa de 0.2 pontos percentuais, sobretudo devido aos resultados mais baixos do que o estimado para a inflação medida pelo IHPC nos últimos meses. As projeções para a inflação medida pelo IHPC em 2015 e 2016 permanecem inalteradas. Tal reflete revisões em baixa do IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e revisões em alta da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC globalmente compensatórias. No caso da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, espera-se que os recentes resultados mais fracos do que o esperado para a inflação impliquem uma dinâmica subjacente inferior mais persistente do que anteriormente estimado. Em paralelo, os pressupostos relativos aos preços do petróleo mais elevados e à taxa de câmbio mais baixa implicam uma revisão em alta da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC.

## PERSPETIVAS ORÇAMENTAIS

Com base nos pressupostos enunciados na Caixa 1, projeta-se que o défice das administrações públicas na área do euro diminua gradualmente de 3.0% do PIB em 2013 para 1.9% em 2016. Esta diminuição reflete principalmente uma melhoria da posição cíclica. O saldo estrutural deverá melhorar um pouco ao longo do período de projeção, devido aos esforços de consolidação orçamental em alguns países da área do euro e ao esperado desvanecimento das ajudas governamentais ao setor financeiro. A continuação de um crescimento moderado da despesa pública deverá mais do que compensar os cortes dos impostos indiretos em diversos países. Tendo em conta os atuais pressupostos acerca das políticas orçamentais, a melhoria estrutural continuaria, porém, a decorrer a um ritmo bastante mais lento do que nos últimos anos. De acordo com as projeções, na área do euro, o rácio da dívida pública bruta em relação ao PIB atingirá um máximo de 93.9% em 2014, diminuindo subsequentemente para 91.5% em 2016.

### Caixa 2

#### TRATAMENTO, NAS PROJEÇÕES, DO PACOTE DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA ADOTADO PELO BCE EM JUNHO DE 2014

O pacote de medidas de política monetária, anunciado em 5 de junho de 2014, inclui um conjunto abrangente de medidas, algumas imediatamente implementadas (redução das taxas de juro diretas do BCE e prolongamento dos procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação total), outras com efeitos a partir de setembro de 2014 (operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas – ORPA direcionadas) e outras ainda não especificadas nem decididas à data de fecho da informação para as presentes projeções (aquisições definitivas de instrumentos de dívida titularizados).

Face a este enquadramento, a abordagem selecionada foi de permitir que o pacote de medidas de política monetária influencie a projeção de referência, na medida em que afeta os pressupostos financeiros técnicos baseados no mercado (nomeadamente, taxas de juro do mercado e preços das ações, incluindo taxa de câmbio). Espera-se que a transmissão das alterações a estes pressupostos esteja em consonância com as regularidades históricas. Por outras palavras, não se procedeu a qualquer ajustamento qualitativo do quadro de modelização, normalmente utilizado para determinar os pressupostos relativos às taxas de juro ativas e aos efeitos em termos de oferta de crédito, nem de qualquer outro aspeto do cálculo da projeção de referência.

A projeção de referência não capta muitos canais potenciais adicionais, como, por exemplo, a transmissão da mitigação dos custos de financiamento dos bancos às respetivas taxas ativas, as condições de concessão de crédito favoráveis e o recurso dos bancos aos fundos proporcionados pelas ORPA direcionadas para a aquisição de ativos. Por conseguinte, em geral, é provável que a projeção de referência subestime o impacto do pacote de medidas de política monetária, o que representa um claro risco em sentido ascendente para as projeções de referência relativas ao crescimento e à inflação.

### Caixa 3

#### ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

As projeções assentam fortemente em pressupostos técnicos acerca da evolução de determinadas variáveis fundamentais. Dado que algumas destas variáveis podem ter um impacto considerável nas projeções para a área do euro, a sensibilidade das mesmas no que respeita a trajetórias alternativas dos pressupostos implícitos pode ajudar na análise dos riscos em torno das projeções. Na presente caixa, discute-se a incerteza quanto a três pressupostos subjacentes importantes e a sensibilidade das projeções aos mesmos<sup>1</sup>.

## 1) Trajetória alternativa dos preços do petróleo

Os pressupostos relativos aos preços do petróleo nas atuais projeções dos especialistas do BCE têm por base as expectativas do mercado medidas pelos futuros dos preços do petróleo, que antevêm uma descida dos preços do petróleo ao longo do horizonte de projeção (ver Caixa 1). Persiste, contudo, a incerteza no que toca a este perfil.

A esperada queda dos preços do petróleo poderá refletir a perspetiva do mercado de que a recente redução da produção de petróleo em diversos países da OPEP, devido a instabilidade política ou tensões geopolíticas, será, em parte, revertida e/ou compensada por um aumento da produção mundial de petróleo de xisto. No entanto, os preços do petróleo poderão aumentar, caso ocorram, no curto e médio prazo, eventos geopolíticos inesperados nos principais países produtores de petróleo (por exemplo, a Rússia) ou se verifique uma recuperação mundial mais forte no médio prazo.

Em termos gerais, no contexto de uma recuperação mundial, preços do petróleo mais elevados do que o pressuposto na projeção de referência apresentam-se como plausíveis. Por conseguinte, nesta análise de sensibilidade, toma-se em consideração um crescente ajustamento em sentido ascendente da trajetória dos futuros dos preços do petróleo<sup>2</sup>. A trajetória alternativa pressupõe que os preços do petróleo se situem 3%, 6% e 10% acima dos preços dos futuros, respetivamente em 2014, 2015 e 2016. Com base em modelos macroeconómicos elaborados por especialistas do BCE, os preços mais elevados do petróleo levariam a que a inflação medida pelo IHPC fosse superior, em 0.1-0.2 pontos percentuais, à projeção de referência para 2015 e 2016. Ao mesmo tempo, preços do petróleo mais elevados atenuariam o crescimento real do PIB, que seria 0.1 pontos percentuais mais baixo em 2015 e 2016.

## 2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

A projeção de referência parte do pressuposto de que a taxa de câmbio efetiva do euro permanecerá inalterada até ao final do horizonte. Contudo, pode verificar-se um enfraquecimento do euro em resultado da deterioração das expectativas de crescimento e inflação na área do euro, em comparação com a economia dos Estados Unidos, e da expectativa de orientações de política monetária divergentes nas duas economias, implicando a expectativa por parte do mercado de um período prolongado de taxas de juro baixas na área do euro e de uma normalização mais rápida nos Estados Unidos. Foi determinada uma trajetória alternativa da taxa de câmbio do euro, envolvendo uma depreciação mais forte, com base no percentil 25 da distribuição assente nas densidades implícitas, extraídas das opções e neutras em termos de risco, para a taxa de câmbio EUR/USD em 13 de agosto de 2014. Esta trajetória implica uma depreciação gradual do euro face ao dólar dos Estados Unidos para uma taxa de câmbio de 1.24 em 2016, a qual é 7.4% mais baixa do que o pressuposto de referência. Os pressupostos correspondentes relativos à taxa de câmbio efetiva nominal do euro refletem regularidades históricas, segundo as quais variações na taxa de câmbio EUR/USD espelham variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de cerca de 52%. Tal resulta numa divergência gradual da taxa de câmbio efetiva do euro relativamente à projeção de referência, situando-se 3.9% abaixo da projeção de referência para 2016.

Os resultados dos modelos macroeconómicos dos especialistas do BCE apontam para um maior crescimento real do PIB (0.1-0.3 pontos percentuais em 2015 e 2016) e para uma inflação medida pelo IHPC mais elevada em 2015 e 2016 (0.2-0.3 pontos percentuais) nessa eventualidade.

## 3) Consolidação orçamental adicional

Como referido na Caixa 1, os pressupostos em termos de políticas orçamentais incluem todas as medidas de política já aprovadas pelos parlamentos nacionais ou especificadas em suficiente pormenor pelos governos e que provavelmente serão aprovadas no âmbito do processo legislativo. Para a maioria dos países, as medidas incluídas na projeção de referência ficam aquém dos requisitos de consolidação orçamental, ao abrigo das vertentes corretiva e preventiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento. O compromisso de cumprir estes requisitos encontra-se globalmente refletido nos programas de estabilidade para 2014 e nos documentos dos programas da União Europeia e do FMI. Todavia, muitas vezes, as medidas subjacentes destinadas a alcançar esses objetivos não são referidas ou não são suficientemente bem definidas. Por conseguinte, não são consideradas na projeção de referência, em

especial no que respeita ao período de 2015 e 2016, o qual não é contemplado nos atuais orçamentos da maior parte dos países. Assim, é não só necessário, como também provável, que, até 2016, vários governos adotem medidas no sentido de uma consolidação orçamental adicional, em comparação com as incorporadas na projeção de referência.

### Pressupostos subjacentes à análise de sensibilidade orçamental

A análise de sensibilidade orçamental toma como ponto de partida o “desvio orçamental” entre os objetivos orçamentais dos países e as projeções orçamentais de referência. Para aferir a provável consolidação orçamental adicional, consideram-se as condições e a informação, tanto em termos de dimensão como de composição, específicas aos países. Mais precisamente, a informação específica aos países visa captar as incertezas em torno dos objetivos orçamentais, a probabilidade de medidas no sentido de uma consolidação orçamental adicional, com um impacto na procura agregada por oposição a outros fatores de redução do défice, e os efeitos de retorno macroeconómicos associados.

Com base nesta abordagem, avalia-se que a consolidação adicional na área do euro em 2014 será muito limitada (menos de 0.1% do PIB), sendo prováveis novas medidas suplementares em 2015 (correspondentes a aproximadamente 0.3% do PIB) e, em menor grau, em 2016 (cerca de 0.1% do PIB), elevando o valor acumulado da consolidação orçamental adicional para cerca de 0.4% do PIB no final de 2016. No que respeita à composição das medidas orçamentais, a análise de sensibilidade procura incorporar os perfis nacionais e temporais específicos dos esforços de consolidação adicional mais prováveis. Neste exercício de análise de sensibilidade, considera-se que, ao nível agregado da área do euro, a consolidação orçamental apresenta um enviesamento para o lado da despesa do orçamento, mas inclui igualmente aumentos dos impostos indiretos, sendo, ao mesmo tempo, avaliadas como prováveis em 2016 medidas de estímulo através de cortes dos impostos 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 do BCE para o conjunto da área do euro (*New Area-Wide Model – NAWM*)<sup>3</sup>.

O impacto da consolidação orçamental adicional no crescimento real do PIB é limitado em 2014, estimando-se que se situe em cerca de -0.2 pontos percentuais em 2015 e 2016. A estimativa é de que o efeito sobre a inflação medida pelo IHPC seja de cerca de 0.1 pontos percentuais em 2015.

A análise atual aponta, portanto, para alguns riscos em sentido descendente quanto à projeção de referência para o crescimento real do PIB, especialmente em 2015 e 2016, em virtude de essa projeção não incluir todas as medidas de consolidação orçamental pretendidas. Ao mesmo tempo, existem também pequenos riscos em sentido ascendente para a inflação, dado se considerar que parte da consolidação adicional advém de aumentos dos impostos indiretos.

Importa destacar que esta análise de sensibilidade orçamental se centra apenas nos potenciais efeitos de curto prazo de uma provável consolidação orçamental adicional. Embora mesmo 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 análise<sup>4</sup>. Consequentemente, os resultados da análise não devem ser interpretados como colocando em causa a necessidade de, no horizonte de projeção, serem envidados esforços no sentido de uma consolidação orçamental adicional. Com efeito, é preciso aumentar os esforços de consolidação, a fim de restabelecer a solidez das finanças públicas na área do euro. Sem uma consolidação adicional, 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.

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

(em percentagem do PIB)

	2014	2015	2016
Objetivos orçamentais dos países <sup>1)</sup>	-2.4	-1.8	-1.1
Projeções orçamentais de referência	-2.6	-2.4	-1.9
Consolidação orçamental adicional (em termos acumulados) <sup>2)</sup>	0.0	0.3	0.4
Efeitos da consolidação orçamental adicional (em pontos percentuais) <sup>3)</sup>			
Crescimento real do PIB	0	-0.2	-0.2
Inflação medida pelo IHPC	0	0.1	0

1) Objetivos nominais, tal como especificados nos documentos mais recentes dos programas da União Europeia e do FMI para os países relevantes e nas atualizações de 2014 dos programas de estabilidade para os restantes países.

2) Análise de sensibilidade assente em avaliações efetuadas por especialistas do BCE.

3) Desvios face à projeção de referência, apresentados em pontos percentuais para o crescimento real do PIB e a inflação medida pelo IHPC (em ambos os casos, em termos anuais). O impacto macroeconómico é simulado utilizando o NAWM.

1 Todas as simulações foram efetuadas com base no pressuposto de que não se verificarão alterações de política ou de quaisquer outras variáveis relativas aos pressupostos técnicos e ao enquadramento internacional da área do euro.

2 Para uma descrição detalhada do modelo utilizado no cálculo deste ajustamento em sentido ascendente, ver Pagano, P. e Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, n.º 1, art. 24º, 2009.

3 Para uma descrição deste modelo, ver Christoffel, K., Coenen, G. e Warne, A., *The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis*, Série de Documentos de Trabalho do BCE, n.º 944, outubro de 2008.

4 Para uma análise mais pormenorizada dos efeitos macroeconómicos da consolidação orçamental, ver o artigo intitulado "Fiscal multipliers and the timing of consolidation", na edição de abril de 2014 do Boletim Mensal.

#### Caixa 4

### IMPLICAÇÕES DAS TENSÕES ENTRE A UNIÃO EUROPEIA E A RÚSSIA PARA AS PERSPETIVAS RELATIVAS AO COMÉRCIO DA ÁREA DO EURO

A intensificação das tensões geopolíticas e a associada diminuição da confiança poderá ter afetado negativamente a atividade na área do euro nos últimos tempos. Contudo, na projeção de referência, pressupõe-se que as recentes tensões entre a União Europeia e a Rússia têm apenas implicações adversas muito modestas para o comércio da área do euro. Espera-se que a procura externa e as exportações da área do euro sejam principalmente afetadas através de dois canais.

Em primeiro lugar, as perspetivas para a economia russa deterioraram-se, reduzindo a procura interna e as importações russas ao longo do horizonte de projeção, em comparação com as projeções publicadas na edição de junho de 2014 do Boletim Mensal, o que tem implicações negativas para a procura externa e as exportações da área do euro. O agravamento das tensões na Ucrânia levou a União Europeia e os Estados Unidos a imporem sanções adicionais, sobretudo financeiras, à Rússia. Na sequência de uma contração de 0.3%, em termos trimestrais em cadeia, do PIB russo no primeiro trimestre de 2014, estima-se que a atividade nos próximos trimestres permanecerá anémica, refletindo o investimento letárgico parcialmente resultante dos aumentos das taxas de juro pelo banco central da Rússia, condições de financiamento a nível interno e externo mais restritivas, saídas de capital e uma incerteza elevada. Além disso, espera-se que o consumo privado seja refreado pelas perspetivas económicas incertas e por um rendimento disponível real mais baixo como consequência da inflação, também devida à depreciação do rublo. Esta deterioração da procura interna russa restringirá o crescimento do PIB e das importações do país durante o horizonte de projeção, implicando uma revisão em baixa das importações russas, comparativamente à projeção anterior. Dado que a Rússia representa cerca de 4.5% da procura externa da área do euro, esta trajetória inferior das importações russas reduz ligeiramente a procura externa da área do euro em 0.1 pontos percentuais até ao final de 2016, em comparação com o exercício de projeção precedente.

Em segundo lugar, a Rússia declarou um embargo às importações de determinados produtos alimentares de países que impuseram sanções a pessoas e entidades russas, incluindo importações de produtos alimentares da área do euro. Esse embargo afeta cerca de 2% do total das importações russas de bens e serviços, representando outra restrição ao crescimento das mesmas durante o horizonte de projeção. Para ter em conta os efeitos das restrições das importações, pressupõe-se que cerca de um terço das importações colocadas sob embargo poderão ser imediatamente substituídas por outros fornecedores estrangeiros, e que os dois terços restantes resultarão numa pequena contração do crescimento das importações russas no final de 2014 e início de 2015. Tal traduz-se numa diminuição inferior a 0.1 pontos percentuais da procura externa da área do euro no início de 2015, comparativamente ao exercício de projeção anterior.

Embora seja provável que estas repercussões adversas para a procura externa da área do euro sejam diminutas, para alguns países da área do euro, o impacto poderá ser maior, dependendo dos respetivos laços comerciais com a Rússia. Além disso, as recentes tensões parecem ter provocado uma diminuição da confiança das empresas da área do euro.

É necessário ter em consideração determinadas qualificações, no que respeita a estas estimativas. O efeito adverso do embargo russo sobre as exportações da área do euro poderá ser superior ao indicado pela revisão em baixa da procura externa, visto que as medidas do embargo se centram especificamente na área do euro e em alguns outros países da OCDE, não sendo tal captado nas quotas de comércio, que são fixas. Assim, muito plausivelmente, as exportações da área do euro poderão registar uma diminuição maior do que a estimada. Por seu lado, os países da área do euro poderão conseguir encontrar mercados de exportação alternativos, mitigando, desse modo, o impacto do embargo.

Por último, como debatido na edição de junho de 2014 do Boletim Mensal (ver a caixa intitulada “Exposição da área do euro à crise na Ucrânia”), uma nova intensificação das tensões na região pode desencadear sanções adicionais contra a Rússia e medidas de retaliação desta contra a União Europeia. Nessa eventualidade, é provável que se verifique um impacto significativamente maior a nível da atividade e da inflação na área do euro.

## Caixa 5

### PREVISÕES DE OUTRAS INSTITUIÇÕES

Estão disponíveis várias previsões para a área do euro elaboradas por organizações internacionais e instituições do setor privado. No entanto, essas previsões não são rigorosamente comparáveis entre si ou com as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE, dado que foram concluídas em momentos distintos. Além disso, utilizam métodos diferentes (parcialmente não especificados) de cálculo dos pressupostos relativos às variáveis orçamentais, financeiras e externas, incluindo preços do petróleo e de outras matérias-primas. Por último, existem diferenças nos métodos de correção de dias úteis utilizados nas diversas previsões (ver quadro a seguir).

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

(variação anual, em percentagem)

	Data de publicação	Crescimento do PIB			Inflação medida pelo IHPC		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projeções dos especialistas do BCE	Setembro de 2014	0.9	1.6	1.9	0.6	1.1	1.4
		[0.7 – 1.1]	[0.6 – 2.6]	[0.6 – 3.2]	[0.5 – 0.7]	[0.5 – 1.7]	[0.7 – 2.1]
Comissão Europeia	Maio de 2014	1.2	1.7	-	0.8	1.2	-
OCDE	Maio de 2014	1.2	1.7	-	0.7	1.1	-
Barómetro da Zona Euro	Agosto de 2014	1.0	1.5	1.7	0.6	1.1	1.5
Previsões da Consensus Economics	Agosto de 2014	1.0	1.5	1.6	0.6	1.1	1.5
Inquérito a Analistas Profissionais	Agosto de 2014	1.0	1.5	1.7	0.7	1.2	1.5
FMI	Julho de 2014	1.1	1.5	1.5	0.9	1.2	1.3

Fontes: Previsões Económicas Europeias da primavera de 2014, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook* do FMI, versão atualizada de julho de 2014 (PIB); *World Economic Outlook*, de abril de 2014, do FMI; *Economic Outlook*, de maio de 2014, da OCDE; Previsões da Consensus Economics; MJEconomics (Barómetro da Zona Euro) e Inquérito a Analistas Profissionais, realizado pelo BCE.

Notas: As projeções macroeconómicas dos especialistas do BCE e as previsões da OCDE apresentam taxas de crescimento anuais corrigidas de dias úteis, ao passo que a Comissão Europeia e o FMI apresentam taxas de crescimento anuais não corrigidas de dias úteis por ano. As outras previsões não especificam se foram ou não utilizados dados corrigidos de dias úteis.

As previsões atualmente disponíveis de outras instituições situam o crescimento real do PIB da área do euro, em 2014, num valor ligeiramente superior ao implícito nas projeções dos especialistas do BCE. As projeções para o crescimento real do PIB em 2015 e 2016 são semelhantes ou um pouco inferiores às avançadas pelos especialistas do BCE. No que respeita à inflação, as previsões da maioria das outras instituições apontam para uma inflação média anual medida pelo IHPC, em 2014 e 2015, próxima ou algo mais elevada do que a projetada pelos especialistas do BCE. Em 2016, a inflação medida pelo IHPC deverá situar-se, em média, entre 1.3% e 1.5%, de acordo com outras projeções disponíveis, o que compara com 1.4%, segundo as projeções dos especialistas do BCE. Presentemente, todas as previsões disponíveis para 2015 e 2016 estão dentro dos intervalos avançados nas projeções do BCE, indicados no quadro.

© Banco Central Europeu, 2014

Morada: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Alemanha

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

Telefone: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Todos os direitos reservados.

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