



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

PROJEÇÕES MACROECONÓMICAS DE SETEMBRO DE 2015 PARA A ÁREA DO EURO ELABORADAS POR ESPECIALISTAS DO BCE¹

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

Espera-se uma continuação da recuperação da atividade na área do euro, embora a um ritmo um pouco mais fraco do que antes esperado. Tal é refletido em algumas revisões em baixa das perspetivas para o crescimento. A recuperação será apoiada por uma dinâmica interna favorável, ao passo que a conjuntura externa passou a ser menos favorável. A inflação deverá manter-se muito baixa em 2015, projetando-se que aumente ao longo do horizonte de projeção e atinja 1.7% em 2017. A expectativa atual é de que o aumento das taxas de inflação homólogas se materialize um pouco mais lentamente do que o esperado em junho. Por conseguinte, a projeção para a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) também envolve revisões em sentido descendente, devido, em grande medida, a preços do petróleo mais baixos.

As projeções têm por base pressupostos quanto aos preços do petróleo e às taxas de câmbio com uma data de fecho de 12 de agosto de 2015. A evolução dos preços do petróleo e da taxa de câmbio do euro desde a data de fecho aponta para riscos em sentido descendente quanto às projeções macroeconómicas relativas ao crescimento real do PIB e à inflação medida pelo IHPC.

Espera-se que a recuperação económica prossiga, embora a um ritmo um pouco mais fraco do que anteriormente esperado. A dinâmica interna deverá registar um fortalecimento gradual, apoiada pela política monetária do BCE, incluindo pelas medidas não convencionais. A nível mundial, as perspetivas tornaram-se menos favoráveis, refletindo uma evolução adversa em algumas economias dos mercados emergentes. Todavia, no geral, a expectativa é ainda de um reforço do crescimento mundial ao longo do horizonte de projeção, designadamente impulsionado pela evolução favorável da atividade nas economias avançadas.

O contributo de fatores externos para a atividade na área do euro deverá ser mais fraco do que o indicado nas projeções de junho de 2015. Enquanto o crescimento esperado nas economias avançadas permanece globalmente inalterado em comparação com as projeções de junho de 2015, as perspetivas para a atividade e as importações nas principais economias dos mercados emergentes foram substancialmente revistas em baixa. Em conformidade, projeta-se que a procura externa da área do euro aumente a um ritmo significativamente mais fraco do que o indicado nas projeções de junho de 2015. Espera-se, contudo, que a anterior depreciação do euro ainda exerça um impacto favorável no crescimento das exportações da área do euro.

¹ 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 num guia sobre as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema (*A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*), publicado em junho de 2001 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE. A data de fecho relativa a pressupostos técnicos como os preços do petróleo e as taxas de câmbio foi 12 de agosto de 2015 (ver Caixa 2). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício foi 21 de agosto de 2015.

O exercício de projeção macroeconómica atual abrange o período de 2015 a 2017. Projeções para um período com um horizonte tão alargado estão sujeitas a uma incerteza muito elevada, facto que é necessário ter em conta na sua interpretação. Ver o artigo dedicado a uma avaliação das projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema (*An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections*), publicado na edição de maio de 2013 (não disponível em língua portuguesa) do Boletim Mensal do BCE.

O impacto favorável das medidas de política monetária não convencionais do BCE continua a ser transmitido à economia. As taxas ativas bancárias registaram uma nova descida no segundo trimestre do corrente ano e deverão permanecer em níveis historicamente baixos ao longo do horizonte de projeção. Espera-se que a procura agregada e, designadamente, a formação de capital fixo e as exportações beneficiem da orientação muito acomodatória da política monetária.

O processo de ajustamento da economia na sequência da crise prossegue, apoiando o crescimento. Após muitos anos de consolidação orçamental até 2013, espera-se que a orientação orçamental – medida como uma variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido de assistência governamental ao setor financeiro – seja ligeiramente expansionista durante o horizonte de projeção. Verificou-se uma nova melhoria das condições de oferta de crédito, como demonstra o mais recente inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito na área do euro, que aponta para uma menor restritividade líquida dos critérios de concessão de empréstimos e das condições de financiamento. A alavancagem das sociedades não financeiras (medida como o rácio da dívida em relação aos fundos próprios) continuou a diminuir até ao início de 2015 e regressou aos níveis registados antes da crise. As famílias realizaram mais progressos na redução do endividamento e o seu património líquido continuou a aumentar nos últimos trimestres. Paralelamente, os preços da habitação parecem ter atingido o seu nível mínimo e começaram, em média, a subir novamente na maioria dos países da área do euro. Por último, o mercado de trabalho registou uma viragem e apoia cada vez mais o crescimento do consumo privado.

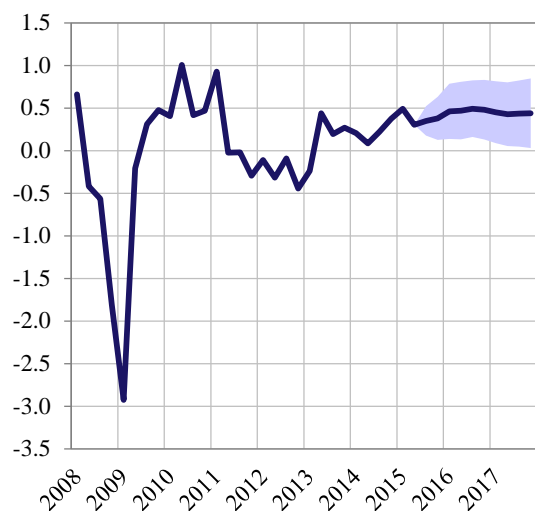
No entanto, vários fatores continuam a pesar sobre as perspetivas de crescimento. O endividamento dos setores público e privado permanece ainda em níveis muito elevados em alguns países. O desemprego estrutural mantém-se também elevado, em particular em alguns países da área do euro sob tensão. As preocupações quanto ao potencial de crescimento a longo prazo e os progressos lentos na implementação de reformas estruturais continuarão a pesar sobre as despesas de investimento. Por último, os acontecimentos recentes ocorridos na Grécia implicam uma revisão significativa em sentido descendente das perspetivas para o país.

Gráfico 1: Projeções macroeconómicas¹⁾

(dados trimestrais)

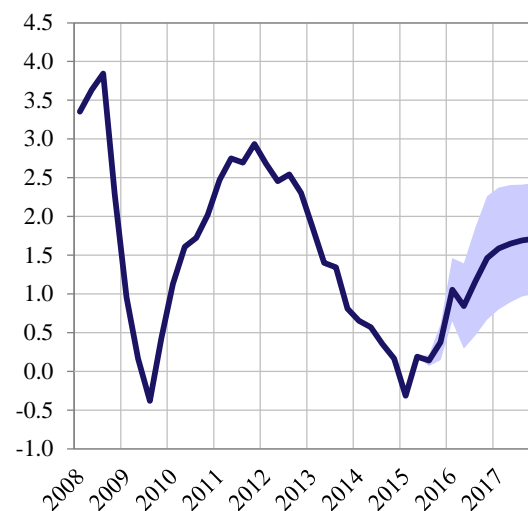
PIB real da área do euro²⁾

(variação em termos trimestrais em cadeia, em percentagem)



IHPC da área do euro

(variação homóloga, em percentagem)



1) Os intervalos em torno das principais projeções têm por base as diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excecionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE (*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*), publicado em dezembro de 2009 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE.

2) Dados corrigidos de dias úteis.

A inflação medida pelo IHPC estabilizou globalmente em taxas positivas baixas nos últimos meses. A inflação global oscilou em torno de 0.2% nos meses até agosto de 2015, após uma recuperação face ao mínimo de -0.6% registado em janeiro de 2015. A taxa de inflação global praticamente inalterada ao longo dos últimos meses oculta desenvolvimentos compensatórios nas suas componentes. A redução das taxas de inflação dos produtos energéticos e dos produtos alimentares reflete descidas dos preços do petróleo e das matérias-primas alimentares, as quais, no caso dos preços do petróleo, foram parcialmente mitigadas por uma subida das margens de refinação do petróleo. Em contraste, a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares aumentou ligeiramente nos últimos meses, impulsionada pela inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos, ao passo que a inflação dos preços dos serviços se manteve bastante estável.

Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC permaneça baixa no curto prazo e registre uma subida no final de 2015. Deverá situar-se, em média, em 0.1% em 2015, aumentando para 1.1% em 2016 e 1.7% em 2017. Espera-se que efeitos de base em sentido ascendente, aliados à pressuposta subida dos preços do petróleo denominados em euros, conduzam a um abrandamento do contributo descendente da componente energética do IHPC a partir do quarto trimestre de 2015. Contudo, de acordo com as projeções, os contributos positivos da componente energética para a inflação medida pelo IHPC global verificar-se-ão apenas a partir do quarto trimestre de 2016. A inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos deverá registar um fortalecimento gradual ao longo do horizonte de projeção, refletindo um crescimento mais firme dos salários e das margens de lucro. A expectativa é de que as reduções da margem disponível na economia e no mercado de trabalho e as condições mais restritivas no mercado de trabalho, tal como refletido na diminuição da taxa de desemprego para um nível de 10.1% em 2017, conduzam a um aumento da inflação subjacente nos próximos anos. Além disso, as crescentes pressões externas sobre os preços no contexto da transmissão demorada da taxa de câmbio aos preços no consumidor e os efeitos ascendentes da pressuposta subida dos preços das matérias-primas energéticas e não energéticas contribuirão para a recuperação da inflação subjacente.

2. ECONOMIA REAL

A recuperação da atividade na área do euro deverá prosseguir, ainda que a um ritmo um pouco mais fraco do que antes esperado. Após o forte estímulo proporcionado por preços mais baixos do petróleo no final de 2014 e início de 2015, a atividade no segundo trimestre de 2015 não manteve plenamente o dinamismo observado no início deste ano. O crescimento real do PIB abrandou para 0.3% no segundo trimestre e espera-se que permaneça em taxas globalmente semelhantes no segundo semestre de 2015. Com as perspetivas fracas para o comércio a atenuarem o dinamismo do crescimento na área do euro, é provável que a anterior depreciação da taxa de câmbio efetiva do euro e as taxas de juro baixas apoiem o investimento das empresas, ao passo que a evolução favorável do mercado de trabalho e os preços mais baixos dos produtos energéticos apoiarão o consumo. No entanto, em virtude de perspetivas de crescimento mais fracas nas economias dos mercados emergentes e da menor procura externa, a retoma cíclica será mais frágil do que anteriormente esperado e o desvio negativo do produto será um pouco mais persistente. Em termos de médias anuais, projeta-se que o crescimento real do PIB aumente substancialmente, passando de 0.9% em 2014 para 1.4% em 2015, 1.7% em 2016 e 1.8% em 2017.

As despesas de consumo privado deverão continuar a ser o principal fator impulsionador da recuperação. As perspetivas de curto prazo quanto ao crescimento do rendimento disponível real permanecem favoráveis, sendo apoiadas pelo impacto da nova descida dos preços dos produtos energéticos sobre o rendimento real. Subsequentemente, espera-se que os rendimentos salariais aumentem, no contexto de um crescimento estável do emprego e de uma aceleração da remuneração nominal por trabalhador, esperando-se também um aumento de outros rendimentos pessoais, em virtude da recuperação da economia em geral. Custos de financiamento baixos e uma menor restritividade das condições de financiamento, reforçados pelas medidas não convencionais do BCE, deverão apoiar o consumo privado e, em certa medida, elevar o património líquido das famílias – refletindo os aumentos dos preços dos ativos financeiros em 2015 e novas melhorias nos mercados da habitação no período de 2016 a 2017. Em geral, projeta-se que o crescimento anual do consumo privado seja, em média, de 1.7% ao longo do horizonte de projeção (após uma subida de 1.0% em 2014).

A curva do rácio de poupança deverá ter a forma de um “U” invertido nos próximos trimestres, espelhando um ligeiro alisamento do consumo no contexto da recente evolução fraca dos preços do petróleo. Após uma pequena subida do rácio de poupança no decurso de 2015, em virtude da poupança de alguns dos rendimentos excepcionais resultantes dos preços mais baixos do petróleo, espera-se uma ligeira descida do mesmo ao longo de 2016, com o desvanecimento deste efeito. Para além deste efeito temporário, o rácio de poupança deverá permanecer globalmente inalterado durante o resto do horizonte, refletindo efeitos compensatórios. Por um lado, os rendimentos de juros muito baixos tendem a desencorajar a poupança por meio de um efeito de substituição intertemporal. Além disso, em alguns países, uma nova melhoria da confiança dos consumidores, conjuntamente com uma diminuição gradual do desemprego, poderá resultar num nível menor de poupança por motivos de precaução. Acresce que as famílias poderão vir a realizar, cada vez mais, grandes compras anteriormente adiadas, reduzindo assim o rácio de poupança. Por outro lado, os níveis elevados de desemprego e de dívida deverão exercer alguma pressão em sentido ascendente sobre a poupança. Adicionalmente, as taxas de juro muito baixas poderão traduzir-se na necessidade de poupanças adicionais destinadas a pensões em alguns países.

O investimento residencial na área do euro deverá aumentar, embora a partir de um nível baixo. Após uma grave recessão de oito anos e uma diminuição acumulada de mais de 25%, espera-se que o investimento residencial estabilize em 2015. Numa análise prospetiva, o investimento residencial deverá ganhar dinamismo ao longo do horizonte de projeção, apoiado pelo crescimento sustentado do rendimento disponível real, pelas taxas hipotecárias muito baixas e pela menor restritividade das condições de financiamento, reforçada pelas medidas não convencionais adotadas pelo BCE. Tal deverá resultar num crescimento mais forte dos empréstimos às famílias. Ainda assim, é provável que os níveis elevados da dívida das famílias em alguns países e os efeitos demográficos desfavoráveis em outros obstem a um aumento mais forte do investimento residencial.

O investimento empresarial deverá ganhar dinamismo gradualmente, impulsionado pelas medidas não convencionais do BCE e pela retoma cíclica. Estão reunidas as condições para uma recuperação gradual. Projeta-se que as tendências da procura, a necessidade de modernizar o *stock* de capital após vários anos de investimento reduzido, a orientação muito acomodatória da política monetária e o robustecimento das margens de lucro apoiem as despesas de capital. Além disso, ao longo do horizonte de previsão, a pressão geral exercida pela desalavancagem das empresas na área do euro deverá ser menos limitativa do investimento empresarial do que anteriormente. No entanto, a recuperação do investimento das empresas ainda será travada pelos estrangulamentos financeiros remanescentes e pelos elevados níveis de endividamento em alguns países, bem como por expectativas de crescimento do produto potencial mais fracas do que no passado.

A procura externa da área do euro deverá ganhar força gradualmente ao longo do horizonte de projeção, embora a um ritmo mais lento do que antes esperado, devido a um crescimento das importações substancialmente mais fraco nas economias dos mercados emergentes. Projeta-se que o dinamismo da procura externa da área do euro fique muito aquém do seu ritmo anterior à crise, refletindo quer uma menor atividade mundial quer uma menor elasticidade do comércio mundial ao crescimento, espelhando esta última, em grande medida, uma revisão em baixa do esperado conteúdo importado do crescimento nas economias dos mercados emergentes (ver Caixa 1).

O crescimento das exportações extra-área do euro deverá, porém, recuperar de forma moderada no decurso do horizonte de projeção, beneficiando também da anterior depreciação da taxa de câmbio do euro. De acordo com as projeções, as quotas do mercado de exportações extra-área do euro deverão registar uma subida. Espera-se que o crescimento das importações extra-área do euro aumente gradualmente durante o horizonte de projeção, espelhando o fortalecimento da procura total na área do euro. O excedente da balança corrente deverá aumentar de 2.1% do PIB em 2014 para 3.0% em 2015, devido à evolução dos termos de troca, diminuindo depois para 2.7% em 2017.

Deverá registar-se um estreitamento do desvio do produto, principalmente no contexto do fraco crescimento do produto potencial. Estima-se que o crescimento do produto potencial se situe em torno de 1% ao longo do horizonte de projeção, permanecendo claramente abaixo do nível anterior à crise. Com o crescimento real do PIB projetado acima do potencial, projeta-se que o desvio negativo do produto apresente um estreitamento gradual durante o horizonte de projeção.

Caixa 1

ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

O crescimento mundial permanece gradual e desigual. Apresentou-se moderado no primeiro trimestre do ano e os indicadores e dados mais recentes apontam para uma atividade mundial comedida também no curto prazo. Numa análise prospetiva, a expectativa é de um fortalecimento do crescimento mundial. Os preços baixos do petróleo, a continuação de condições de financiamento acomodáticas a nível mundial, a diminuição da consolidação orçamental, a melhoria das condições do mercado de trabalho e o aumento da confiança deverão apoiar a retoma do crescimento nas economias avançadas. Em contraste, as perspetivas deterioraram-se consideravelmente nas economias dos mercados emergentes, em virtude da materialização de alguns dos riscos em sentido descendente identificados em projeções anteriores. O crescimento está a ser travado por obstáculos estruturais e desequilíbrios macroeconómicos em algumas economias dos mercados emergentes, enquanto outras estão a ser negativamente afetadas pelos preços mais baixos das matérias-primas, pela incerteza política e por condições de financiamento externo mais restritivas. Após um início de ano fraco, projeta-se que o crescimento do PIB mundial (excluindo a área do euro) registre uma aceleração de 3.2% em 2015 para 4% até 2017.

O comércio mundial perdeu um dinamismo significativo no primeiro semestre de 2015, esperando-se que apresente um fortalecimento apenas gradual durante o horizonte de projeção. Quedas substanciais das importações em algumas das principais economias dos mercados emergentes atenuaram as importações mundiais, embora o comércio relacionado com as economias avançadas se tenha apresentado mais resiliente. Na sequência de persistentes surpresas em sentido descendente no que respeita ao comércio mundial nos últimos quatro anos e perante a expectativa de que as perspetivas moderadas para as importações nas economias dos mercados emergentes persistirão, já não se projeta que o comércio mundial apresente uma forte recuperação. Os inquéritos e os modelos de curto prazo apontam para uma recuperação muito modesta durante o resto do corrente ano. Posteriormente, as importações mundiais deverão registar um crescimento em consonância com o PIB mundial. Espera-se que a procura externa da área do euro registre uma aceleração de 1.5% em 2015 para 4.1% até 2017.

Em comparação com as projeções publicadas em junho, a atividade mundial foi revista em baixa durante todo o horizonte de projeção, espelhando as perspetivas mais fracas para as economias dos mercados emergentes. A procura externa da área do euro também foi revista substancialmente em baixa, refletindo a visão de que a atividade fraca nas economias dos mercados emergentes pesará mais nas importações do que anteriormente previsto.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Setembro de 2015				Junho de 2015			Revisões desde junho de 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.7	3.2	3.8	4.0	3.4	4.1	4.1	-0.2	-0.3	-0.1
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	3.2	1.4	3.3	4.1	2.0	4.8	5.2	-0.6	-1.5	-1.1
Procura externa da área do euro ²⁾	3.3	1.5	3.3	4.1	2.2	4.6	5.0	-0.7	-1.2	-0.9

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

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

A melhoria das condições no mercado de trabalho da área do euro deverá prosseguir ao longo do horizonte de projeção. No primeiro semestre de 2015, o emprego aumentou 1.9 milhões face ao valor mínimo registado em meados de 2013, embora se situe 3.9 milhões abaixo do nível máximo anterior

à crise. Estima-se que o número de empregados continue a registar uma recuperação significativa durante o horizonte de projeção, graças sobretudo à retoma económica e, em alguns países, também a incentivos orçamentais, à moderação salarial e a anteriores reformas do mercado de trabalho. Quanto ao número de horas trabalhadas por indivíduo empregado, projeta-se que aumente ligeiramente ao longo do horizonte de projeção, mas que ainda permaneça muito inferior aos níveis pré-crise. No que respeita à população ativa, espera-se que observe apenas uma expansão moderada, travada por efeitos de desencorajamento associados ao nível de desemprego ainda elevado em alguns países e fatores demográficos adversos em outros. A taxa de desemprego desceu para 11.1% no segundo trimestre de 2015 e espera-se que baixe para 10.1% em 2017.

Caixa 2

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

Em comparação com as projeções de junho, as variações em termos de pressupostos técnicos incluem preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas denominados em dólares dos Estados Unidos consideravelmente mais baixos e taxas de juro ligeiramente mais baixas na área do euro.

Os pressupostos técnicos relativos às taxas de juro e aos preços das matérias-primas têm por base as expectativas do mercado, com uma data de fecho da informação de 12 de agosto de 2015. As taxas de curto prazo referem-se à EURIBOR a três meses, sendo as expectativas do mercado determinadas a partir das taxas dos contratos de futuros. Seguindo esta metodologia, obtém-se para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de 0.0%, em 2015 e 2016, e de 0.1%, em 2017. 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 1.3% em 2015, 1.6% em 2016 e 1.8% em 2017¹. Refletindo a trajetória das taxas de juro do mercado a prazo e a transmissão gradual das variações nas taxas do mercado às taxas ativas, espera-se que as taxas ativas bancárias compósitas aplicadas aos empréstimos ao setor privado não financeiro da área do euro apresentem uma ligeira diminuição em 2015, registando posteriormente uma subida modesta no decurso de 2016 e 2017. No que respeita aos preços das matérias-primas, com base na trajetória implícita nos mercados de futuros na quinzena finda na data de fecho da informação de 12 de agosto, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent desça de USD 98.9 em 2014 para USD 55.3 em 2015, antes de subir para USD 56.1 em 2016 e USD 60.9 em 2017. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que diminuam substancialmente em 2015 e 2016, aumentando um pouco em 2017². Em relação às taxas de câmbio bilaterais, parte-se do pressuposto de que, durante o horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevalentes no período de duas semanas findo em 12 de agosto, a data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio USD/EUR de 1.10 ao longo do horizonte de projeção.

Pressupostos técnicos

	Setembro de 2015				Junho de 2015			Revisões desde junho de 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.2	0.0	-0.1	-0.1
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos (em percentagem por ano)	2.0	1.3	1.6	1.8	1.3	1.7	1.9	0.0	-0.1	-0.1
Preço do petróleo (USD/barril)	98.9	55.3	56.1	60.9	63.8	71.0	73.1	-13.3	-21.0	-16.7
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-8.6	-19.7	-4.6	4.4	-13.6	2.9	4.9	-6.1	-7.5	-0.5
Taxa de câmbio USD/EUR	1.33	1.11	1.10	1.10	1.12	1.12	1.12	-0.9	-1.9	-1.9
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE19) (variação anual, em percentagem)	0.6	-9.8	-0.2	0.0	-9.5	-0.2	0.0	-0.3	0.0	0.0

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

- 1 O pressuposto relativo às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a 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 durante o horizonte de projeção.
- 2 Os pressupostos referentes aos preços do petróleo e das matérias-primas alimentares têm por base os preços dos futuros até ao final do horizonte de projeção. No tocante aos preços de outras matérias-primas não energéticas e não alimentares, pressupõe-se que sigam os futuros até ao terceiro trimestre de 2016, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial.

As perspetivas para o crescimento foram revistas em sentido descendente, em comparação com o exercício de projeção anterior. Esta revisão reflete sobretudo uma trajetória menos favorável da procura externa – devido principalmente ao crescimento mais fraco nos mercados emergentes –, a qual conduziu ao enfraquecimento das exportações e, em 2016 e 2017, se traduzirá num menor crescimento do investimento. Outro fator é a recente crise na Grécia, que levou a significativas revisões em baixa das perspetivas de crescimento do país ao longo do horizonte.

3. PREÇOS E CUSTOS

De acordo com as projeções, a inflação medida pelo IHPC será, em média, de 0.1% em 2015 e aumentará para 1.1% em 2016 e 1.7% em 2017. Espera-se que a taxa de inflação medida pelo IHPC permaneça baixa nos próximos meses e que aumente em torno da viragem do ano, refletindo, em grande medida, efeitos de base em sentido ascendente na componente energética, bem como a pressuposta subida dos preços do petróleo. Tal deverá aumentar significativamente o contributo dos preços dos produtos energéticos medidos pelo IHPC e levar também a que surjam gradualmente algumas pressões em sentido ascendente sobre a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos. No geral, o aumento esperado da inflação medida pelo IHPC ao longo do horizonte de projeção reflete a subida dos preços internos no contexto da diminuição da margem disponível na economia e no mercado de trabalho e do estreitamento gradual do desvio do produto, bem como a intensificação das pressões externas sobre os preços em resultado da transmissão desfasada da anterior depreciação da taxa de câmbio do euro aos preços no consumidor e dos pressupostos aumentos dos preços das matérias-primas energéticas e não energéticas.

Efeitos de base em sentido ascendente nos preços dos produtos energéticos e a anterior depreciação da taxa de câmbio do euro deverão contribuir para um aumento das taxas de inflação homólogas a partir de finais de 2015. Uma inflexão, do sentido descendente para o ascendente, das pressões externas sobre os preços é um fator decisivo subjacente à esperada subida da inflação medida pelo IHPC. As descidas precedentes dos preços das matérias-primas energéticas e não energéticas e os efeitos desfasados da anterior apreciação do euro são, em larga medida, responsáveis pelos atuais níveis muito baixos de inflação. A nova descida acentuada dos preços do petróleo observada recentemente exercerá pressão adicional em sentido descendente sobre a inflação, em especial no curto prazo. Subsequentemente, efeitos de base em sentido ascendente, os pressupostos aumentos dos preços das matérias-primas energéticas e não energéticas, bem como os efeitos da anterior depreciação do euro, contribuirão para a subida dos preços no consumidor durante o horizonte de projeção.

As pressões internas sobre os preços deverão aumentar ao longo do horizonte de projeção, à medida que se assiste a uma melhoria das condições do mercado de trabalho e a uma diminuição da margem disponível na economia. Com a continuação da recuperação da economia e o reforço da procura, espera-se que a diminuição das taxas de desemprego e o aumento do poder de fixação de preços das empresas se reflitam numa subida tanto do crescimento dos salários como das margens de lucro.

Vários fatores deverão conter a subida do crescimento dos salários durante a recuperação económica em curso. Entre eles, incluem-se o nível baixo de inflação, a margem disponível remanescente no mercado de trabalho nos próximos dois anos e um provável impacto moderador no crescimento dos salários durante a recuperação atual, resultante das reformas estruturais do mercado de trabalho implementadas no decurso da crise com o objetivo de aumentar a flexibilidade do mesmo. Além disso, os processos de ajustamento da competitividade de custos em curso em alguns países da área do euro deverão continuar a exercer um impacto moderador sobre o crescimento dos salários na área do euro.

O crescimento salarial moderado e o reforço cíclico da produtividade influenciarão o padrão de crescimento dos custos unitários do trabalho durante o horizonte de projeção. Em relação ao crescimento dos custos unitários do trabalho, estima-se que permanecerá num nível idêntico ao de 2014 (1.2%) em 2017 (1.1%). A projetada aceleração cíclica da produtividade, que ocorrerá antes da dos salários, implica uma diminuição temporária do crescimento dos custos unitários do trabalho em 2015 e 2016.

A recuperação económica projetada permite um reforço das margens de lucro até 2017. No seguimento da fragilidade persistente durante os últimos anos, a expectativa é de que as margens de lucro aumentem ao longo do horizonte de projeção. Aumentos no poder de fixação de preços das empresas no contexto do reforço da procura e ganhos excecionais relacionados com a anterior queda acentuada dos preços do petróleo deverão beneficiar as margens de lucro no horizonte de projeção. Espera-se, contudo, que a concorrência acrescida, decorrente das reformas estruturais dos mercados do produto implementadas durante e após a crise, exerça um impacto atenuador nas perspetivas quanto às margens de lucro.

Em comparação com as projeções de junho, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas em sentido descendente, devido, em larga medida, a preços do petróleo mais baixos. A inflação global foi objeto de uma revisão em baixa em 2015 e 2016, devido sobretudo a uma evolução mais frágil da inflação dos preços dos produtos energéticos medida pelo IHPC, considerando os efeitos em sentido descendente da pressuposta trajetória inferior dos preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos, os quais só são parcialmente mitigados por uma taxa de câmbio USD/EUR um pouco mais fraca. Relativamente a 2017, a revisão em baixa da inflação medida pelo IHPC reflete perspetivas de crescimento do PIB ligeiramente mais fracas e alguns efeitos indiretos desfasados de preços do petróleo mais baixos na inflação subjacente.

4. PERSPETIVAS ORÇAMENTAIS

No que se refere à orientação orçamental, determinada com base na variação do saldo primário corrigido do ciclo, espera-se que dê um pequeno contributo positivo para a procura ao longo do horizonte de projeção. Embora se pressuponha que as medidas de política orçamental discricionárias sejam globalmente neutras, fatores não discricionários – como uma ligeira descida da parcela das principais bases fiscais macroeconómicas no PIB em 2015 (efeito na composição do PIB) e uma ligeira redução das receitas não fiscais em 2016² – darão um pequeno contributo para a menor restritividade orçamental.

De acordo com as projeções, os rácios do défice e da dívida públicos registarão uma descida. A diminuição do rácio do défice público em relação ao PIB deve-se inteiramente à melhoria cíclica da economia da área do euro e à redução das despesas com juros, projetando-se que o saldo orçamental primário estrutural se deteriore um pouco ao longo do horizonte de projeção. Quanto ao rácio da dívida pública em relação ao PIB, projeta-se que comece a diminuir a partir de 2015.

Em comparação com as projeções publicadas em junho, as perspetivas orçamentais deterioraram-se ligeiramente. A pequena revisão em baixa do saldo das administrações públicas deve-se, em parte, a medidas de consolidação reduzidas e, em parte, a uma evolução um pouco menos favorável de algumas bases fiscais macroeconómicas. A revisão em alta mais pronunciada do rácio da dívida pública é acentuada por uma revisão em sentido descendente do crescimento do PIB nominal.

² Os pressupostos orçamentais refletem a informação incluída nas leis orçamentais e nos orçamentos suplementares para 2015, assim como os planos orçamentais nacionais de médio prazo e as atualizações dos programas de estabilidade disponíveis em 21 de agosto de 2015. Incluem todas as medidas de política já aprovadas pelos parlamentos nacionais ou definidas em suficiente pormenor pelos governos e que provavelmente serão aprovadas no âmbito do processo legislativo.

Quadro 1: Projeções macroeconómicas para a área do euro¹⁾

(variação anual, em percentagem)

	Setembro de 2015				Junho de 2015			Revisões desde junho de 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real ³⁾	0.9	1.4	1.7	1.8	1.5	1.9	2.0	-0.1	-0.2	-0.1
		[1.3 – 1.5] ⁴⁾	[0.8 – 2.6] ⁴⁾	[0.6 – 3.0] ⁴⁾	[1.2 – 1.8] ⁴⁾	[0.8 – 3.0] ⁴⁾	[0.7 – 3.3] ⁴⁾			
Consumo privado	1.0	1.7	1.7	1.7	1.9	1.6	1.6	-0.1	0.0	0.0
Consumo público	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.0	0.1	-0.1
Formação bruta de capital fixo	1.3	2.1	3.4	3.9	1.9	3.5	3.9	0.2	-0.1	0.0
Exportações ⁵⁾	3.8	4.5	4.9	5.2	4.2	5.4	5.6	0.3	-0.5	-0.5
Importações ⁵⁾	4.2	4.7	5.4	5.7	4.8	5.8	5.9	-0.1	-0.3	-0.2
Emprego	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	-0.1	-0.2	-0.1
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	11.6	11.0	10.6	10.1	11.1	10.6	10.0	-0.1	0.1	0.2
IHPC	0.4	0.1	1.1	1.7	0.3	1.5	1.8	-0.2	-0.3	-0.1
		[0.0 – 0.2] ⁴⁾	[0.5 – 1.7] ⁴⁾	[0.9 – 2.5] ⁴⁾	[0.2 – 0.4] ⁴⁾	[0.9 – 2.1] ⁴⁾	[1.0 – 2.6] ⁴⁾			
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	0.7	0.9	1.3	1.6	0.9	1.4	1.7	0.0	-0.1	-0.2
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	0.8	0.9	1.4	1.6	0.8	1.4	1.7	0.1	0.0	-0.2
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos ⁶⁾	0.7	0.9	1.4	1.6	0.8	1.4	1.7	0.1	0.0	-0.2
Custos unitários do trabalho	1.2	1.0	0.6	1.1	0.8	0.7	1.3	0.2	-0.1	-0.2
Remuneração por trabalhador	1.5	1.6	1.6	2.1	1.4	1.7	2.3	0.2	-0.1	-0.2
Produtividade do trabalho	0.3	0.7	1.0	1.0	0.6	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-2.4	-2.1	-2.0	-1.7	-2.1	-1.8	-1.5	-0.1	-0.1	-0.3
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) ⁷⁾	-1.8	-1.8	-1.8	-1.7	-1.7	-1.7	-1.4	-0.1	-0.2	-0.3
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	91.7	91.6	90.7	89.4	91.5	90.2	88.4	0.1	0.5	1.0
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	2.1	3.0	2.9	2.7	2.1	2.0	2.0	0.9	0.9	0.7

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

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

3) Dados corrigidos de dias úteis.

4) Os intervalos em torno das projeções baseiam-se nas diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excepcionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE (*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*), publicado em dezembro de 2009 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE.

5) 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 (para informação sobre a abordagem do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), ver o Documento de Trabalho n.º 77, de setembro de 2001, e o Documento de Trabalho n.º 579, de janeiro de 2007, da Série de Documentos de Trabalho do BCE. A projeção do saldo estrutural não é obtida a partir de uma medida agregada do desvio do produto. De acordo com a metodologia do SEBC, as componentes cíclicas são calculadas separadamente para as diferentes rubricas da receita e da despesa. Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “Ajustamento cíclico do saldo orçamental público”, na edição de março de 2012 do Boletim Mensal do BCE, e a caixa intitulada “O saldo estrutural como indicador da posição orçamental subjacente”, na edição de setembro de 2014 do Boletim Mensal do BCE.

ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

As projeções assentam fortemente em pressupostos técnicos acerca da evolução de determinadas variáveis fundamentais. Dado que algumas dessas variáveis podem ter um impacto considerável nas projeções para a área do euro, examinar a sensibilidade destas últimas no que respeita a trajetórias alternativas desses pressupostos implícitos pode ajudar na análise dos riscos em torno das projeções. Na presente caixa, é abordada a incerteza quanto aos preços do petróleo e às taxas de câmbio, e a sensibilidade das projeções a estas variáveis.

1) Trajetória alternativa dos preços do petróleo

Modelos alternativos dos preços do petróleo apresentam preços do petróleo ligeiramente mais elevados em 2017 do que os indicados pelos futuros. Os pressupostos técnicos relativos à evolução dos preços do petróleo subjacentes às projeções de referência, baseados nos mercados de futuros, preveem um aumento dos preços do petróleo no horizonte de projeção (ver Caixa 2). Os modelos alternativos a que os especialistas do BCE¹ recorrem para projetar os preços do petróleo no horizonte de projeção sugerem atualmente preços do petróleo mais elevados ao longo do horizonte de projeção do que o considerado nos pressupostos técnicos. Tal seria compatível com uma recuperação mais forte da procura mundial de petróleo a médio prazo e com alguma redução da oferta de petróleo, devido ao menor investimento no setor petrolífero e, por conseguinte, à redução da capacidade de exploração de petróleo em alguns países, em resposta à recente queda dos preços do petróleo. O impacto desta trajetória alternativa, na qual os preços do petróleo seriam 8.1% mais altos do que na projeção de referência até 2017, atenuaria ligeiramente o crescimento real do PIB (diminuindo este 0.1 pontos percentuais em 2017), implicando uma subida um pouco mais rápida da inflação medida pelo IHPC em 2016 e 2017 (aumentando esta cerca de 0.1 a 0.2 pontos percentuais em 2016 e 2017).

Em contraste com o cenário técnico acima referido, que envolve preços do petróleo mais elevados do que na projeção de referência, os preços do petróleo registaram uma descida desde a data de fecho da informação para os pressupostos técnicos, em parte relacionada com a turbulência financeira muito recente em algumas economias dos mercados emergentes. Quando os pressupostos relativos aos preços do petróleo são atualizados com base na informação disponível até 1 de setembro de 2015², a pressuposta trajetória dos preços do petróleo é, em média, cerca de 6% mais baixa durante o horizonte de projeção do que a incluída nas projeções. Tal indicaria pequenos riscos em sentido ascendente no que se refere à projeção para o crescimento e riscos em sentido descendente no tocante à projeção para a inflação.

2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

A tensão muito recente nos mercados financeiros implicou um novo fortalecimento da taxa de câmbio efetiva do euro. A fim de ilustrar os riscos relacionados para a projeção, a presente análise de sensibilidade inclui uma trajetória alternativa da taxa de câmbio do euro em relação à projeção de referência, envolvendo uma nova apreciação. Esta trajetória foi calculada a partir do percentil 75 da distribuição obtida através das densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções no que respeita à taxa de câmbio USD/EUR em 12 de agosto de 2015. Comporta uma apreciação gradual do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a sua taxa de câmbio a ser de 1.21 em 2017, valor que é 10.6% mais alto do que o pressuposto na projeção de referência para esse ano. Os pressupostos correspondentes relativos à taxa de câmbio efetiva nominal do euro refletem regularidades históricas, segundo as quais variações na taxa de câmbio USD/EUR espelham variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de cerca de 52%. Tal resulta numa divergência em alta gradual da taxa de câmbio efetiva do euro relativamente à projeção de referência, atingindo a taxa de câmbio efetiva do euro um nível 5.3% mais elevado do que a projeção de referência em 2017. Neste cenário, os resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados por especialistas apontam para um menor crescimento real do PIB (diminuindo este 0.2 a 0.4 pontos percentuais) e para uma inflação medida pelo IHPC mais baixa (descendo esta 0.1 a 0.5 pontos percentuais) em 2016 e 2017.

- 1 Ver a combinação de quatro modelos apresentada no artigo intitulado “Forecasting the price of oil”, no Boletim Económico n.º 4 do BCE, de 2015.
- 2 Esta atualização baseia-se na trajetória implícita nos mercados de futuros do petróleo no período de duas semanas findo a 1 de setembro.

Caixa 4

O IMPACTO DO AUMENTO DA INCERTEZA MUNDIAL NA ATIVIDADE DA ÁREA DO EURO

Tal como claramente demonstrado pelas tensões muito recentes nos mercados financeiros, as perspetivas mundiais permanecem vulneráveis a um conjunto de incertezas. Em particular, como mostraram os acontecimentos recentes, as crescentes preocupações quanto às perspetivas de crescimento na China e em outras economias dos mercados emergentes podem muito rapidamente levar a desenvolvimentos abruptos nos mercados financeiros, com possíveis impactos adversos nas perspetivas para a área do euro. A presente caixa ilustra, num cenário alternativo, o potencial impacto de choques mundiais selecionados nas perspetivas de crescimento da área do euro.

Uma das fontes de incerteza mundial diz respeito ao nível de abrandamento do crescimento na China. Embora o cenário de referência já inclua um abrandamento do crescimento na China, uma correção adicional dos desequilíbrios relacionados com a acumulação de dívida no país poderia levar a tensões financeiras acrescidas e a um abrandamento económico mais pronunciado. Perante esse cenário, a capacidade e disponibilidade dos bancos chineses para proporcionar crédito à economia poderia ficar gravemente comprometida, dada a rápida deterioração da qualidade dos seus ativos. Um eventual catalisador da diminuição mais forte do que o esperado da disponibilização de crédito bancário poderia ser a evolução adversa do mercado da habitação (devido à considerável exposição dos bancos a promotores imobiliários com elevados níveis de alavancagem). Além disso, os preços das ações na China poderiam registar novas descidas, com a reavaliação dos prémios de risco das ações por parte dos investidores nacionais. A deterioração da qualidade dos ativos e prémios de risco mais elevados exerceriam uma pressão em sentido ascendente sobre as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas, dado que o governo seria forçado a apoiar em larga escala o setor bancário. Em resultado, o investimento e – em menor grau – o consumo registariam um crescimento muito mais lento do que o projetado no atual cenário de referência. Uma vez que o abrandamento do crescimento levaria a um aumento significativo do desemprego, parte-se do pressuposto de que as autoridades chinesas interviriam fortemente, com medidas de estímulo monetário e orçamental e possivelmente com uma nova depreciação do renminbi, para evitar descidas ainda maiores do crescimento. Em termos globais, neste cenário, pressupõe-se que, em 2016 e 2017, o crescimento na China se situe 1 ponto percentual abaixo do apresentado no cenário de referência.

Uma segunda fonte de incerteza mundial está relacionada com a trajetória de normalização da política monetária nos Estados Unidos. As expectativas do mercado quanto às taxas de juro de curto prazo nos Estados Unidos, utilizadas como pressuposto técnico subjacente às projeções, apontam atualmente para uma subida muito gradual das taxas de juro de curto prazo, as quais deverão atingir apenas 1.6% no final de 2017. Porém, caso as taxas de juro nos Estados Unidos sigam a projeção para a taxa de juro mediana elaborada pelo Comité de Operações de Mercado Aberto do Sistema de Reserva Federal, terão uma subida mais rápida do que a considerada pelos mercados. Além disso, não obstante a esperada normalização da política monetária nos Estados Unidos, o prémio de prazo do país mantém-se próximo de mínimos históricos. Caso se verifique um aumento da incerteza mundial, que agudizaria a incerteza em torno da futura política monetária norte-americana, existe o risco de um ajustamento abrupto em sentido ascendente do prémio de prazo dos Estados Unidos. A fim de captar este último, no presente cenário, pressupõe-se um aumento, de 130 pontos base, do prémio de prazo dos Estados Unidos, que se repercutiria em taxas de longo prazo mais elevadas nos Estados Unidos, as quais, por seu turno, também se repercutiriam em taxas de longo prazo mais elevadas em outras importantes economias avançadas.

É provável que o crescimento em outras economias dos mercados emergentes seja afetado negativamente por estes choques. A Rússia está a atravessar uma profunda recessão e espera-se que as menores receitas provenientes do petróleo conduzam a quedas acentuadas da despesa pública. No Brasil,

as perspetivas sofreram uma deterioração considerável no contexto da subida da inflação. Um abrandamento mais acentuado na China poderia implicar riscos significativos em sentido descendente para as perspetivas, em especial para os exportadores de matérias-primas. Dados recentes indicam um novo abrandamento dos fluxos de capitais para economias dos mercados emergentes, à semelhança dos desenvolvimentos observados em meados de 2013 em reação ao anúncio da moderação gradual do programa de expansão monetária do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos (um episódio que ficou conhecido como “taper tantrum”). Tais inversões dos fluxos de capitais para as economias dos mercados emergentes sinalizam uma incerteza mundial acrescida e uma perda de confiança por parte dos investidores no tocante às perspetivas de crescimento dessas economias. Nesta conjuntura, mais surpresas no sentido descendente relativamente às perspetivas de crescimento da China e/ou uma subida inesperada das taxas de juro de longo prazo nos Estados Unidos poderiam amplificar as saídas de capitais das economias dos mercados emergentes, tornar as condições de financiamento mais restritivas e, por conseguinte, diminuir o crescimento nesses países. Neste cenário, o impacto de um aumento da incerteza macroeconómica mundial sobre a atividade dos mercados emergentes é captado por um choque de dois desvios-padrão aplicado à volatilidade implícita dos preços das opções do índice S&P 500 (VIX), que afeta negativamente a procura interna nessas economias.

O aumento da incerteza mundial poderia afetar a economia da área do euro através de ligações comerciais e financeiras. A maior incerteza mundial reduziria a procura nos Estados Unidos (através de taxas de longo prazo mais elevadas no país), bem como em outras importantes economias avançadas e economias dos mercados emergentes. Tal afetaria o crescimento mundial e da área do euro através do canal do comércio, devido a uma menor procura externa da área do euro. Além do mais, verificar-se-iam repercussões financeiras adversas sobre as taxas de longo prazo, a nível mundial e da área do euro, o que aumentaria os custos de financiamento para as empresas, as famílias e as administrações públicas. No que respeita à taxa de câmbio efetiva do euro, a subida das taxas de juro nos Estados Unidos poderia conduzir a uma apreciação do dólar dos Estados Unidos face ao euro. Simultaneamente, a volatilidade dos mercados financeiros nos mercados emergentes poderia levar a uma apreciação do euro face às moedas dos mercados emergentes.

Estima-se que o aumento da incerteza mundial, captando as três fontes acima descritas, levaria o crescimento da área do euro, em 2016, a situar-se entre 0.1 e 0.2 pontos percentuais abaixo do crescimento indicado no cenário de referência. O crescimento mais fraco do PIB real da área do euro advém, em parte, de uma diminuição da procura externa da área do euro, que reflete uma evolução mais frágil da atividade nos Estados Unidos e em outras economias avançadas, bem como na China e em outros mercados emergentes. Além disso, as repercussões financeiras adversas (espelhadas em taxas de juro de longo prazo mais elevadas na área do euro) também afetam negativamente as perspetivas de crescimento da área do euro.

Embora o impacto na área do euro seja modesto no cenário aqui descrito, importa ter em mente uma série de ressalvas. Por exemplo, os canais relativos à confiança ao nível das empresas ou das famílias não são tidos em conta. Além disso, os preços de outros ativos, incluindo dos mercados acionistas, poderão estar sujeitos a maiores repercussões e correções em sentido descendente do que as captadas endogenamente nos modelos. Acresce que os modelos utilizados são lineares, ao passo que as fortes correções adversas nos mercados financeiros podem implicar co-movimentos não lineares entre variáveis, levando potencialmente a impactos mais fortes. Por último, as simulações não tomam plenamente em consideração os efeitos cambiais ou os impactos negativos sobre os preços das matérias-primas. Paralelamente, os choques desfavoráveis na economia da área do euro poderiam ser atenuados se fossem adotadas medidas de política compensatórias nas economias dos mercados emergentes ou se o aumento da restritividade da política monetária nos Estados Unidos fosse adiado, em virtude das repercussões adversas resultantes da fragilidade acrescida das economias dos mercados emergentes.

PREVISÕES DE OUTRAS INSTITUIÇÕES

Estão disponíveis várias previsões para a área do euro elaboradas por organizações internacionais e instituições do setor privado. Contudo, 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 o quadro abaixo). Como assinalado no quadro, os valores avançados na maioria das previsões atualmente disponíveis de outras instituições não diferem muito das previsões pontuais contidas nas projeções macroeconómicas de setembro para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE e estão perfeitamente dentro dos intervalos (apresentados entre parêntesis no quadro) em torno destas projeções.

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

(variação anual, em percentagem)

	Data de publicação	Crescimento do PIB			Inflação medida pelo IHPC		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projeções dos especialistas do BCE	Setembro de 2015	1.4	1.7	1.8	0.1	1.1	1.7
		[1.3 – 1.5]	[0.8 – 2.6]	[0.6 – 3.0]	[0.0 – 0.2]	[0.5 – 1.7]	[0.9 – 2.5]
Comissão Europeia	Maio de 2015	1.5	1.9	–	0.1	1.5	–
Barómetro da Zona Euro	Agosto de 2015	1.5	1.8	1.6	0.2	1.2	1.6
Previsões da Consensus Economics	Agosto de 2015	1.5	1.8	1.6	0.2	1.3	1.5
Inquérito a Analistas Profissionais	Agosto de 2015	1.4	1.8	1.8	0.2	1.3	1.6
FMI	Julho de 2015	1.5	1.7	–	0.1	1.0	–

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

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

© Banco Central Europeu, 2015

Morada: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Alemanha

Endereço postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemanha

Telefone: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Todos os direitos reservados.

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