



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

# PROJEÇÕES MACROECONÓMICAS DE MARÇO DE 2015 PARA A ÁREA DO EURO ELABORADAS POR ESPECIALISTAS DO BCE<sup>1</sup>

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

**A recuperação económica apresentou uma ligeira melhoria gradual no segundo semestre de 2014 e, numa análise prospetiva, projeta-se que vários fatores reforcem a atividade na área do euro.** Primeiro, a queda acentuada dos preços do petróleo conduzirá a um aumento substancial do rendimento disponível real, devendo as famílias gastar uma parte significativa desses ganhos. Segundo, ao longo do horizonte de projeção, a atividade na área do euro será cada vez mais apoiada pelo fortalecimento gradual da procura externa e pelo impacto da depreciação do euro.

**As recentes medidas de política monetária do Conselho do BCE deverão também apoiar significativamente a atividade no curto e no médio prazo.** A procura interna e, em especial, a formação de capital fixo deverão beneficiar da orientação acomodatória da política monetária e, em particular, do programa alargado de compra de ativos lançado pelo BCE. Espera-se que as recentes medidas de política monetária não convencionais concorram para a procura interna, em resultado do seu impacto nas taxas de juro, na taxa de câmbio do euro e nos preços das ações, assim como através de outros canais financeiros importantes (ver Caixa 1).

**Outros fatores internos deverão igualmente apoiar a atividade ao longo do horizonte de projeção.** A procura interna deverá beneficiar da ligeira melhoria das condições de oferta de crédito, conforme indicado pelos recentes resultados dos inquéritos aos bancos sobre o mercado de crédito, que apontam para uma menor restritividade líquida dos critérios de concessão de crédito. Os entraves ao investimento empresarial decorrentes da necessidade de desalavancagem das empresas também diminuirão. Além disso, espera-se que a orientação orçamental permaneça neutra ao longo do horizonte de projeção.

**No entanto, é provável que o impacto adverso de uma série de outros fatores diminua apenas gradualmente.** Ao contrário do setor empresarial, as famílias e as administrações públicas ainda não conseguiram uma redução substancial dos respetivos rácios de endividamento. Acresce que, não obstante uma melhoria geral, a evolução do mercado de trabalho permanecerá ensombrada por taxas de desemprego elevadas, em especial em alguns países sob pressão. Além disso, as preocupações quanto ao potencial de crescimento a longo prazo e a ampla capacidade disponível remanescente em vários países continuarão a travar as despesas de investimento.

**De um modo geral, o crescimento real do PIB deverá aumentar de 0.9% em 2014 para 1.5% em 2015, 1.9% em 2016 e 2.1% em 2017.** Em contraste, estima-se que o ritmo do produto potencial continue a ser bastante modesto, dado que os contributos do trabalho e do capital permanecem reduzidos,

---

<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 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 da informação mais recente incluída neste exercício foi 20 de fevereiro 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 intitulado “*An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections*”, na edição de maio de 2013 (não disponível em língua portuguesa) do Boletim Mensal do BCE.

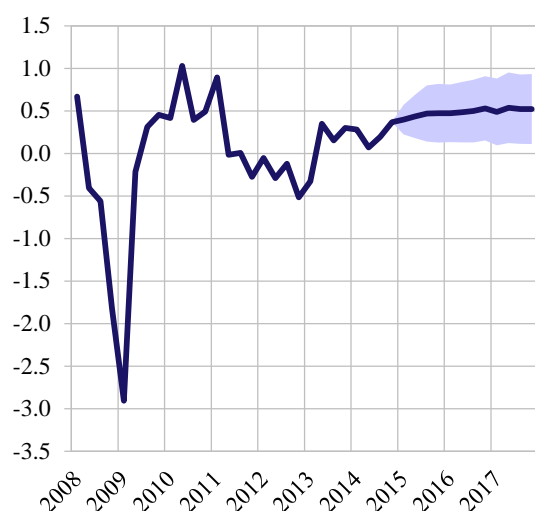
devido ao elevado desemprego estrutural e na sequência de uma longa fase de investimento fraco. Tal implica que o estimado desvio negativo do produto diminuirá no decurso do horizonte de projeção.

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

(dados trimestrais)

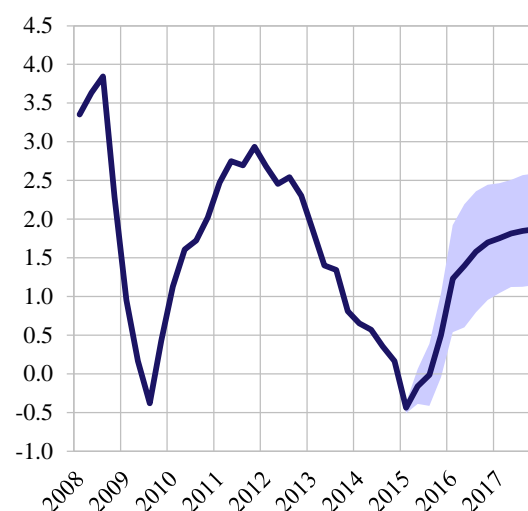
#### PIB real da área do euro<sup>2)</sup>

(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, é 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.

**Refletindo sobretudo a queda dos preços do petróleo, a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) registou taxas negativas nos últimos meses.** A taxa de câmbio mais baixa do euro proporcionou apenas um pequeno efeito de compensação sobre a forte descida dos preços do petróleo denominados em dólares dos Estados Unidos. A inflação em outras componentes do IHPC também diminuiu ligeiramente nos últimos meses.

**De acordo com as projeções, a inflação medida pelo IHPC será, em média, de zero em 2015, mas aumentará para 1.5% em 2016 e 1.8% em 2017.** A reduzida taxa de inflação medida pelo IHPC em 2015 reflete um contributo negativo substancial da inflação a nível da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC. Contudo, projeta-se que as pressões em sentido descendente, decorrentes dos preços dos produtos energéticos, sobre a inflação global registem uma moderação perto do final de 2015, com a exclusão gradual, da taxa de variação homóloga, de descidas anteriores dos preços dos produtos energéticos e em virtude de se pressupor que os preços do petróleo aumentarão no decurso do horizonte de projeção, em consonância com a curva ascendente dos preços dos futuros do petróleo. Em resultado destes fatores, considera-se que os preços dos produtos energéticos contribuirão positivamente para a inflação global em 2016 e 2017.

**Embora seja provável que uma grande parte da subida da taxa de inflação em 2015 e 2016 seja explicada pela inversão da trajetória dos preços dos produtos energéticos, projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo estes preços também aumente a par da recuperação da economia.** Tal deve-se ao esperado estreitamento significativo do desvio negativo do produto que, por seu turno, se reflete num crescimento mais forte das margens de lucro e da remuneração por trabalhador. Além disso, a subida dos preços das matérias-primas não energéticas, o impacto indireto do aumento dos preços do

petróleo e os efeitos desfasados da taxa de câmbio do euro mais fraca deverão igualmente contribuir para o aumento da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos.

#### Caixa 1

### INCLUSÃO DAS RECENTES MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAIS NAS PROJEÇÕES

**Desde a data de fecho da informação incluída nas projeções publicadas em dezembro de 2014, verificaram-se dois novos desenvolvimentos em termos de medidas não convencionais do BCE.** O primeiro desenvolvimento foi a colocação, em 11 de dezembro de 2014, de aproximadamente €130 mil milhões na segunda operação de refinanciamento de prazo alargado direcionada (ORPA direcionada), com uma aceitação, em termos cumulativos, de sensivelmente €12 mil milhões nos dois leilões iniciais, nos quais os bancos tinham direito a uma autorização de empréstimo inicial. Estão ainda programadas mais seis ORPA direcionadas. O segundo desenvolvimento foi a decisão do Conselho do BCE, em 22 de janeiro de 2015, de lançar um programa alargado de compra de ativos, englobando também os programas já existentes de compra de instrumentos de dívida titularizados e de obrigações com ativos subjacentes. O valor combinado mensal das compras ascenderá a €60 mil milhões. Pretende-se que estas operações se realizem até setembro de 2016 e, em qualquer caso, até que se verifique um ajustamento sustentado da trajetória de inflação, compatível com o objetivo do Conselho do BCE de obter taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo.

**Os dois desenvolvimentos referidos levaram a uma reconsideração da abordagem geralmente seguida em exercícios de projeção anteriores, com vista a ter em conta o impacto das medidas de política monetária não convencionais nas perspetivas macroeconómicas.** Anteriormente, a abordagem assentava na incorporação do impacto macroeconómico das medidas de política monetária não convencionais apenas na medida em que estas já tivessem afetado os pressupostos financeiros técnicos baseados no mercado (para mais informação, ver Caixa 3), tal como aferido na data de fecho da informação por meio do quadro de modelização normalmente utilizado nos exercícios de projeção. Esta abordagem envolve o risco de serem ignorados canais de transmissão que não sejam totalmente captados pelo quadro de modelização normal, tendo, porém, sido considerada apropriada em virtude da incerteza quanto ao volume de liquidez do banco central gerado pelas medidas de política monetária não convencionais. Todavia, considerando os recentes desenvolvimentos em termos de política monetária, existe atualmente mais informação sobre o provável volume de liquidez do banco central gerado por estas medidas, o que permite uma avaliação mais rigorosa do seu impacto nas perspetivas macroeconómicas.

**A abordagem seguida em exercícios de projeção anteriores foi, assim, complementada com a inclusão, nas projeções atuais, do impacto adicional das medidas de política monetária não convencionais através dos canais de transmissão financeira, tais como o canal de reequilíbrio de carteiras, determinados canais de expectativas e ciclos de interação entre o setor financeiro e a economia real. Regra geral, tais canais não são captados pelo quadro de modelização normalmente utilizado nos exercícios de projeção.** O impacto de canais de transmissão financeira adicionais nas perspetivas macroeconómicas foi calibrado com base em aplicações econométricas que modelam explicitamente esses canais. Em resultado, o exercício de projeção de março de 2015 comporta uma avaliação mais abrangente dos efeitos das medidas de política monetária não convencionais sobre as perspetivas macroeconómicas.

## 2. ECONOMIA REAL

**O crescimento do consumo privado deverá continuar a ser o principal impulsionador do aumento da atividade.** O consumo privado ganhou dinamismo no decurso de 2014, beneficiando do aumento do crescimento do rendimento disponível real decorrente de rendimentos salariais e não salariais mais fortes e da queda dos preços dos produtos energéticos. Estes fatores deverão também impulsionar o crescimento do rendimento disponível real no curto prazo. Além disso, espera-se que os rendimentos salariais aumentem face a um maior crescimento do emprego e dos salários, esperando-se também um aumento de outros rendimentos pessoais face à recuperação da economia geral. O património líquido crescente das famílias (que reflete subidas de preços de ativos financeiros em 2015 e novas melhorias nos mercados da

habitação no período de 2016 a 2017), bem como os custos de financiamento baixos e a menor restritividade das condições de financiamento – substancialmente potenciados pelo programa alargado de compra de ativos, a par do fortalecimento da dinâmica dos empréstimos às famílias – deverão também apoiar o consumo privado. Em suma, projeta-se que o crescimento anual do consumo privado se situe, em média, em 1.7% ao longo do horizonte de projeção.

**A curva do rácio de poupança deverá ter a forma de um U invertido.** O rácio de poupança deverá primeiro subir em 2015 e subsequentemente descer, refletindo, em geral, a poupança inicial de uma grande parte dos ganhos decorrentes dos preços do petróleo mais baixos. Para além deste fator temporário, efeitos opostos implicam que o nível do rácio de poupança médio permanecerá globalmente inalterado. Por um lado, os retornos muito baixos tendem a desencorajar a poupança e a melhoria da confiança dos consumidores, aliada ao decréscimo gradual do desemprego, poderá enfraquecer a poupança por motivos de precaução. Acresce que as famílias poderão vir a realizar, cada vez mais, grandes compras, anteriormente adiadas, reduzindo o rácio de poupança. Por outro lado, projeta-se que as persistentes pressões de desalavancagem, no contexto de rácios de dívida (em percentagem do rendimento disponível nominal) das famílias ainda praticamente inalterados, continuem a exercer alguma pressão em sentido ascendente sobre a poupança.

**É provável que as perspetivas para o investimento residencial melhorem gradualmente.** A partir de 2015, deverá verificar-se uma recuperação moderada, apoiada por taxas hipotecárias muito baixas na maior parte dos países, por uma melhoria das condições de financiamento, grandemente reforçada pelo programa alargado de compra de ativos, por um crédito às famílias mais forte e por um crescimento cada vez maior do rendimento disponível. Com a diminuição da necessidade de ajustamentos no mercado da habitação de alguns países, o investimento residencial deverá ganhar dinamismo. A projeção de uma recuperação gradual do investimento residencial aplica-se à maioria dos países, se bem que, em alguns países, o ritmo da recuperação poderá ser travado pelos níveis de dívida elevados das famílias. No entanto, espera-se que, perto do final do horizonte projeção, fatores demográficos desfavoráveis comecem a ter um efeito atenuante sobre a atividade no mercado da habitação em alguns países.

**A recuperação do investimento das empresas deverá ganhar dinamismo.** O investimento empresarial continuou a registar uma recuperação meramente modesta no decurso de 2014, devido à ampla capacidade disponível e às restrições em termos de oferta de crédito ainda prevalentes em alguns países. À medida que o impacto negativo destes fatores se for desvanecendo, o fortalecimento da procura interna e externa, a necessidade de modernização do *stock* de capital após vários anos de investimento fraco, a orientação acomodatória da política monetária – reforçada pelas recentes medidas de política monetária não convencionais e, em especial, pelo programa alargado de compra de ativos – e margens de lucro mais fortes deverão gerar um aumento do investimento. Além disso, a pressão geral no sentido da desalavancagem das empresas diminuiu em 2014 e, no horizonte de projeção, deverá ser menos limitativa do investimento empresarial do que anteriormente. Contudo, os níveis de dívida das empresas permanecem elevados em alguns países, impedindo uma aceleração ainda mais forte do investimento empresarial.

**De acordo com as projeções, a procura externa da área do euro aumentará moderadamente face à recuperação da atividade mundial (ver Caixa 2), concorrendo para um fortalecimento das exportações da extra-área do euro.** Espera-se que a procura externa ganhe força ao longo do horizonte de projeção, embora em diferentes graus nos vários países, sendo os efeitos adversos sobre alguns países da área do euro maiores do que sobre outros, devido à sua exposição à Rússia e à região da Comunidade de Estados Independentes. Ao mesmo tempo, as quotas de mercado das exportações deverão registar uma ligeira expansão, em resultado dos ganhos de competitividade. Refletindo a subida da procura total na área do euro, considera-se que as importações extra-área do euro aumentarão gradualmente. Em termos gerais, projeta-se que o contributo das exportações líquidas para o crescimento real do PIB será positivo, apesar de modesto. Dada a ligeira deterioração da balança comercial, é provável que o excedente da balança corrente diminua um pouco, situando-se em 2.4% do PIB em 2017.

## ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

**A economia mundial prossegue uma trajetória de recuperação gradual.** Segundo as projeções, o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) aumentará ao longo do horizonte de projeção, passando de 3.6%, em 2014, para 3.8%, em 2015, e para um valor ligeiramente superior a 4% no período de 2016 a 2017. Os indicadores mundiais e a informação nacional disponível apontam para um abrandamento do crescimento no final de 2014, embora se espere que a atividade tenha permanecido relativamente robusta.

**Numa análise prospetiva, a atividade mundial deverá continuar a registar uma recuperação gradual.** As perspetivas mundiais estão a ser moldadas por uma série de fatores favoráveis, incluindo i) uma descida significativa dos preços do petróleo, que se considera ser impulsionada principalmente pela oferta e deverá, em geral, ter um impacto positivo na atividade a nível mundial, e ii) uma recuperação sustentada contínua e perspetivas sólidas no tocante aos Estados Unidos. Todavia, verificam-se também alguns fatores adversos, tais como i) as repercussões negativas, na economia russa, do choque duplo das sanções económicas e da queda dos preços do petróleo; ii) as acentuadas oscilações de taxas nos mercados cambiais, em parte devido a políticas monetárias cada vez mais divergentes; e iii) o desempenho dececionante do crescimento em algumas economias de mercados emergentes, que levou a revisões em baixa do respetivo crescimento potencial.

**Refletindo os fatores que ditam as perspetivas mundiais, a retoma a nível mundial caracteriza-se por uma evolução irregular entre tanto as economias avançadas como as economias de mercados emergentes.** As economias avançadas continuarão a beneficiar da diminuição dos fatores adversos, incluindo o enfraquecimento da desalavancagem, a moderação da restrição orçamental e as melhorias nos mercados de trabalho, ao passo que, nas economias de mercados emergentes, os problemas estruturais não solucionados e o aumento da restritividade das condições financeiras ainda pesarão sobre o crescimento.

**O comércio mundial ganhou dinamismo no segundo semestre de 2014, após um primeiro semestre fraco.** Espera-se que continue a aumentar, apesar de muito moderadamente, ao longo do horizonte de projeção, devendo a sua elasticidade face à atividade permanecer menor do que no período anterior à crise. Segundo as projeções, o crescimento do comércio mundial (excluindo a área do euro) aumentará de 2.9% em 2014 para 5.4% em 2017.

**Refletindo influências opostas, a atividade mundial e a procura externa da área do euro praticamente não foram revistas para 2015 e 2016, em comparação com as projeções publicadas em dezembro de 2014.**

## Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Março de 2015				Dezembro de 2014			Revisões desde dezembro de 2014		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.6	3.8	4.2	4.1	3.6	4.0	4.2	0.0	-0.2	-0.1
Comércio mundial (excluindo a área do euro) <sup>1)</sup>	2.9	3.9	5.1	5.4	2.7	3.9	5.2	0.2	0.0	-0.1
Procura externa da área do euro <sup>2)</sup>	2.8	3.2	4.7	5.1	2.3	3.4	4.9	0.5	-0.1	-0.2

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.

**As condições no mercado de trabalho da área do euro deverão melhorar ao longo do horizonte de projeção.** O emprego continuou a registar uma recuperação no decurso de 2014, tendo aumentado significativamente mais rápido do que o sugerido pela sua elasticidade histórica em relação à atividade

geral, provavelmente refletindo o impacto da moderação salarial anterior e as recentes reformas do mercado de trabalho. Estima-se que o número de empregados continue a subir. Face à atividade, a recuperação do emprego deverá ser particularmente forte nos países em que foram introduzidas reformas no mercado de trabalho. Projeta-se que o número de horas trabalhadas por indivíduo empregado aumente um pouco, espelhando os padrões cíclicos normais em alguns países e o surgimento de estrangulamentos na oferta de trabalho em outros.

**A expectativa é de que a taxa de desemprego registre nova diminuição.** O número de desempregados deverá descer para 2.7 milhões, no horizonte de projeção, e atingir o seu nível mais baixo desde meados de 2009. Este decréscimo reflete o impacto em sentido descendente da subida (de 4.2 milhões) do emprego, o qual é, em parte, compensado pelos efeitos do aumento da população ativa. A taxa de desemprego deverá cair para 9.9% em 2017 e 11.6% em 2014.

**As perspetivas de crescimento foram objeto de revisões em alta substanciais desde a publicação das projeções dos especialistas do Eurosistema em dezembro de 2014.** Para além de um efeito de repercussão mais positivo, devido a um crescimento real do PIB, no último trimestre de 2014, mais elevado do que o anteriormente esperado, as revisões em alta refletem, em grande escala, o impacto favorável dos preços do petróleo mais baixos, a taxa de câmbio efetiva do euro mais fraca e o impacto das recentes medidas de política monetária não convencionais do BCE.

### Caixa 3

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

**Em comparação com as projeções publicadas em dezembro de 2014, 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 reduzidos, uma depreciação da taxa de câmbio efetiva do euro e taxas de juro de longo prazo 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 11 de fevereiro de 2015.** 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 0.1%, em 2015 e 2016, e de 0.2%, em 2017. As expectativas do mercado quanto às taxas de rentabilidade nominais das obrigações de dívida pública a 10 anos na área do euro implicam um nível médio de 1.2% em 2015, 1.4% em 2016 e 1.6% em 2017<sup>1</sup>. 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 compostas 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 11 de fevereiro, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent desça de USD 99.3 em 2014 para USD 58.5 em 2015, antes de subir para USD 66.8 em 2016 e USD 70.7 em 2017. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que diminuam substancialmente em 2015, aumentando depois em 2016 e 2017<sup>2</sup>. Em relação 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 11 de fevereiro, a data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio USD/EUR de 1.14 em 2015 e de 1.13 em 2016 e 2017.

## Pressupostos técnicos

	Março de 2015				Dezembro de 2014			Revisões desde dezembro de 2014 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos (em percentagem por ano)	2.0	1.2	1.4	1.6	2.0	1.8	2.1	0.0	-0.6	-0.7
Preço do petróleo (USD/barril)	99.3	58.5	66.8	70.7	101.2	85.6	88.5	-1.9	-31.6	-24.5
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-6.4	-11.0	2.6	4.8	-6.3	-4.8	3.8	-0.1	-6.2	-1.2
Taxa de câmbio USD/EUR	1.33	1.14	1.13	1.13	1.33	1.25	1.25	-0.1	-8.8	-9.0
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE19) (variação anual, em percentagem)	0.6	-7.9	-0.2	0.0	0.5	-2.8	0.0	0.0	-5.1	-0.2

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 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 tocante aos preços de outras matérias-primas não energéticas e não alimentares, pressupõe-se que sigam os futuros até ao primeiro trimestre de 2016, 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.

### 3. PREÇOS E CUSTOS

**Os preços das matérias-primas e a evolução cambial provavelmente desempenharão um papel importante no perfil da inflação na área do euro ao longo do horizonte de projeção.** A recente queda acentuada dos preços do petróleo bruto deverá ter um forte impacto em sentido descendente na inflação dos preços dos produtos energéticos em 2015, o qual será, apenas em pequena medida, mitigado pela recente depreciação do euro. A evolução fraca dos preços das matérias-primas não energéticas denota uma pressão em sentido descendente sobre a inflação medida pelos preços no consumidor, também através dos preços das importações, excluindo preços do petróleo. Considera-se que, a partir de 2016, a evolução dos preços externos exercerá uma pressão em sentido ascendente sobre a inflação na área do euro. Em 2016, a oscilação considerável da inflação medida pelo IHPC advém, em larga escala, do desvanecimento dos efeitos em sentido descendente de anteriores descidas dos preços do petróleo, em combinação com efeitos em sentido ascendente decorrentes dos pressupostos aumentos dos preços do petróleo, os quais se projeta que persistam até 2017 e refletem a inclinação positiva da curva dos preços dos futuros do petróleo. Além disso, é provável que a subida dos preços das matérias-primas não energéticas, o fortalecimento da procura mundial e os efeitos desfasados da recente depreciação do euro levem a um aumento significativo do deflator das importações entre 2015 e 2016.

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

(variação anual, em percentagem)

	Março de 2015				Dezembro de 2014			Revisões desde dezembro de 2014 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real <sup>3)</sup>	0.9	1.5	1.9	2.1	0.8	1.0	1.5	0.1	0.5	0.4
		[1.1 – 1.9] <sup>4)</sup>	[0.8 – 3.0] <sup>4)</sup>	[0.9 – 3.3] <sup>4)</sup>	[0.7 – 0.9] <sup>4)</sup>	[0.4 – 1.6] <sup>4)</sup>	[0.4 – 2.6] <sup>4)</sup>			
Consumo privado	1.0	1.8	1.6	1.6	0.8	1.3	1.2	0.2	0.5	0.4
Consumo público	0.9	1.0	0.6	0.8	0.9	0.5	0.4	0.0	0.6	0.2
Formação bruta de capital fixo	0.9	1.7	4.1	4.6	0.7	1.4	3.2	0.3	0.4	0.9
Exportações <sup>5)</sup>	3.6	4.1	5.1	5.5	3.2	3.2	4.8	0.4	0.9	0.4
Importações <sup>5)</sup>	3.6	4.3	5.5	5.8	3.3	3.7	4.9	0.4	0.6	0.6
Emprego	0.5	0.9	0.9	0.9	0.4	0.6	0.5	0.1	0.3	0.4
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	11.6	11.1	10.5	9.9	11.6	11.2	10.9	0.0	-0.2	-0.4
IHPC	0.4	0.0	1.5	1.8	0.5	0.7	1.3	0.0	-0.8	0.2
		[-0.3 – 0.3] <sup>4)</sup>	[0.8 – 2.2] <sup>4)</sup>	[1.0 – 2.6] <sup>4)</sup>	[0.5 – 0.5] <sup>4)</sup>	[0.2 – 1.2] <sup>4)</sup>	[0.6 – 2.0] <sup>4)</sup>			
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	0.7	0.8	1.4	1.8	0.8	1.1	1.3	0.0	-0.2	0.1
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	0.8	0.8	1.3	1.7	0.8	1.0	1.3	0.0	-0.2	0.0
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos <sup>6)</sup>	0.7	0.8	1.3	1.7	0.7	1.0	1.3	0.0	-0.2	0.0
Custos unitários do trabalho	1.0	1.1	1.0	1.2	1.1	1.1	0.8	-0.1	0.0	0.2
Remuneração por trabalhador	1.5	1.7	2.0	2.3	1.6	1.5	1.8	-0.1	0.2	0.2
Produtividade do trabalho	0.4	0.6	1.0	1.1	0.5	0.4	1.0	0.0	0.2	0.0
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-2.6	-2.3	-1.9	-1.5	-2.6	-2.5	-2.2	0.0	0.2	0.3
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) <sup>7)</sup>	-1.9	-1.8	-1.7	-1.7	-2.1	-2.1	-2.0	0.2	0.3	0.3
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	91.7	91.4	89.8	87.9	92.0	91.8	91.1	-0.2	-0.4	-1.3
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	2.5	2.7	2.5	2.4	2.1	2.2	2.4	0.4	0.5	0.1

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 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 disponibilizado 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, e a caixa intitulada “O saldo estrutural como indicador da posição orçamental subjacente”, na edição de setembro de 2014 do Boletim Mensal.



**A melhoria dos mercados de trabalho e a diminuição da margem disponível na economia implicam uma intensificação das pressões internas sobre os preços durante o horizonte de projeção.** Projeta-se que a continuação do crescimento do emprego e a ligeira diminuição da taxa de desemprego sustentem um aumento gradual, de 1.5% em 2014 para 2.3% em 2017, do crescimento da remuneração por trabalhador, em virtude de os níveis elevados de desemprego e os processos de ajustamento da competitividade de custos persistentes em alguns países da área do euro obstarem a um aumento mais forte. Em paralelo, o impacto em sentido descendente dos efeitos de segunda ordem da queda acentuada dos preços do petróleo nos salários deverá ser limitado. Espera-se que assim seja, devido à rigidez em sentido descendente dos salários e porque o impacto através dos sistemas de indexação automática dos salários deverá ser reduzido, dado estes sistemas se aplicarem sobretudo a ajustamentos em sentido ascendente e, numa série de países, terem sido objeto de suspensão temporária ou de uma redução significativa de alcance.

**No tocante às margens de lucro (medidas como a diferença entre o deflator do PIB a custo de fatores e o crescimento dos custos unitários do trabalho), projeta-se que aumentem visivelmente ao longo do horizonte de projeção, à medida que a recuperação for ganhando dinamismo.** Espera-se que estas sejam o principal impulsionador do aumento das pressões internas sobre os custos. Após a pequena descida esperada em 2015, é provável que as margens de lucro aumentem ao longo do restante horizonte de projeção, face a uma recuperação considerável da produtividade e a um fortalecimento da atividade económica.

**Em comparação com as projeções publicadas em dezembro de 2014, a projeção para a inflação medida pelo IHPC foi revista substancialmente em baixa no que respeita a 2015, mas ligeiramente em alta no que toca a 2016.** A inflação global em 2015 foi objeto de uma revisão em baixa de 0.8 pontos percentuais, em comparação com o exercício de projeção precedente. Tal reflete principalmente o facto de os preços do petróleo denominados em dólares dos Estados Unidos terem sido mais baixos do que o pressuposto, o que foi compensado apenas em pequena escala pela taxa de câmbio do euro face ao dólar dos Estados Unidos mais baixa. A revisão em baixa da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos em 2015 ascende a 0.2 pontos percentuais e advém de anteriores erros de previsão, espelhando, entre outros fatores, efeitos indiretos dos preços do petróleo mais reduzidos sobre os preços dos bens e dos serviços. Em relação a 2016, a inflação medida pelo IHPC foi revista em alta em 0.2 pontos percentuais. A revisão em sentido ascendente reflete as perspetivas de crescimento mais favoráveis, os efeitos desfasados de uma taxa de câmbio do euro mais fraca e a curva mais acentuada dos preços dos futuros do petróleo. As recentes medidas de política monetária não convencionais, em particular o programa alargado de compra de ativos, contribuíram para esta revisão em alta da inflação através de vários canais.

#### 4. PERSPETIVAS ORÇAMENTAIS

**Quanto à orientação orçamental, determinada com base na variação do saldo primário corrigido do ciclo, projeta-se que será globalmente neutra durante o horizonte de projeção.** Tal reflete um crescimento moderado da despesa pública em relação ao crescimento tendencial do PIB, o qual se pressupõe que seja, em geral, compensado por cortes nos impostos em alguns países. O impacto positivo dos estabilizadores orçamentais automáticos na procura interna diminuirá ao longo do tempo face à recuperação da economia<sup>2</sup>.

**De acordo com as projeções, os rácios do défice e da dívida públicos diminuirão de forma gradual durante o horizonte de projeção.** A diminuição do rácio do défice público em relação ao PIB é apoiada pela melhoria cíclica da economia da área do euro. Projeta-se que o saldo orçamental estrutural registe uma ligeira melhoria ao longo do horizonte de projeção, espelhando sobretudo poupanças no pagamento

---

<sup>2</sup> Os pressupostos orçamentais refletem a informação incluída nas leis orçamentais para 2015 e nos planos orçamentais de médio prazo que estavam disponíveis em 20 de fevereiro 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.

de juros, devido a uma descida da taxa de juro implícita. Quanto ao rácio da dívida pública em relação ao PIB, a projeção e de que, após atingir um valor máximo em 2014, começará a diminuir no decurso do horizonte de projeção, em resultado da melhoria do saldo orçamental, do fortalecimento do crescimento económico e das taxas de juro baixas.

**Em comparação com as projeções publicadas em dezembro de 2014, as perspetivas orçamentais melhoraram.** Na ausência de novidades importante em termos de políticas orçamentais, a pequena revisão em alta do saldo orçamental das administrações públicas deve-se principalmente à melhoria das perspetivas macroeconómicas e à bonificação de juros decorrente do novo decréscimo dos custos de financiamento das entidades soberanas. As perspetivas quanto à dívida pública também melhoraram na sequência das revisões favoráveis do diferencial entre as taxas de juro e o crescimento e, em menor escala, do saldo primário.

#### Caixa 4

### 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, 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

**Os pressupostos técnicos preveem um aumento dos preços do petróleo no horizonte de projeção.** Esta trajetória é compatível com uma recuperação da procura mundial de petróleo, perante o fortalecimento da economia mundial, e com uma ligeira redução da oferta de petróleo, devido a um subinvestimento e a perdas de capacidade de produção por alguns países produtores de petróleo.

**Contudo, num cenário alternativo, os preços do petróleo poderiam também permanecer, em geral ao longo de todo o horizonte de projeção, nos níveis atuais, divergindo cada vez mais dos pressupostos sobre os preços do petróleo de que parte a projeção de referência.** Tal trajetória estaria em consonância com a continuação de uma oferta de petróleo elevada e uma recuperação fraca da procura mundial. Com base numa série de modelos macroeconómicos elaborados por especialistas do BCE, estimou-se que uma trajetória inalterada dos preços do petróleo resultaria numa inflação medida pelo IHPC na área do euro sensivelmente 0.1 a 0.2 pontos percentuais mais baixa do que a projeção de referência para 2015 e 0.3 a 0.6 pontos percentuais mais baixa do que projeção de referência para 2016. Em 2017, a inflação medida pelo IHPC seria cerca de 0.1 a 0.2 pontos percentuais inferior à projeção de referência. Ao mesmo tempo, a trajetória alternativa dos preços do petróleo apoiaria o crescimento real do PIB em, aproximadamente, 0.1 a 0.2 pontos percentuais, tanto em 2016 como em 2017.

#### 2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

**Embora a projeção de referência parta do pressuposto de que a taxa de câmbio efetiva do euro permanecerá inalterada até ao final do horizonte, é previsível um cenário em que a divergência das perspetivas de crescimento na área do euro e nos Estados Unidos poderia resultar numa nova depreciação do euro.** Tal cenário estaria em conformidade com as expetativas de que a orientação da política monetária nas duas economias divergiria ainda mais. Foi determinada uma trajetória alternativa para o euro, contemplando uma nova depreciação, com base no percentil 25 da distribuição assente nas densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções no que respeita à taxa de câmbio USD/EUR em 12 de fevereiro de 2015. Esta trajetória implica uma depreciação gradual do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passado a sua taxa de câmbio a ser de 1.04 em 2017, valor que é 8.8% mais baixo 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 gradual da taxa de câmbio efetiva do euro relativamente à projeção de referência, elevando-a para um nível 4.8% mais baixo do que a projeção de referência em 2017. Neste cenário, os resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados por especialistas do BCE apontam para um maior crescimento real do PIB, na ordem dos 0.1 a 0.3 pontos percentuais, e para uma inflação medida pelo IHPC mais elevada, em 0.1 a 0.4 pontos percentuais, em 2015, 2016 e 2017.

## 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 o quadro).

#### 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	Março de 2015	1.5	1.9	2.1	0.0	1.5	1.8
		[1.1 – 1.9]	[0.8 – 3.0]	[0.9 – 3.3]	[-0.3 – 0.3]	[0.8 – 2.2]	[1.0 – 2.6]
Comissão Europeia	Fevereiro de 2015	1.3	1.9	–	-0.1	1.3	–
OCDE	Novembro de 2014	1.1	1.7	–	0.6	1.0	–
Barómetro da Zona Euro	Fevereiro de 2015	1.3	1.8	1.6	-0.1	1.1	1.5
Previsões da Consensus Economics	Fevereiro de 2015	1.2	1.6	–	-0.1	1.1	–
Inquérito a Analistas Profissionais	Fevereiro de 2015	1.1	1.5	1.7	0.3	1.1	1.5
FMI	Janeiro de 2015	1.2	1.4	–	0.9	1.2	–

Fontes: Previsões Económicas Europeias do inverno de 2015, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook* do FMI, versão atualizada de janeiro de 2015 (PIB); *World Economic Outlook*, de outubro de 2014, do FMI; *Economic Outlook*, de novembro de 2014, da OCDE; Previsões da Consensus Economics; MJEconomics (Barómetro da Zona Euro) e Inquérito a Analistas Profissionais, realizado pelo BCE.

Nota: 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.

**Nas previsões atualmente disponíveis de outras instituições, os valores projetados para o crescimento real do PIB e a inflação medida pelo IHPC na área do euro são semelhantes ou ligeiramente inferiores aos avançados nas projeções dos especialistas do BCE.**

© 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.