



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

PROJEÇÕES MACROECONÓMICAS DE JUNHO DE 2014 PARA A ÁREA DO EURO ELABORADAS POR ESPECIALISTAS DO EUROSISTEMA¹

A recuperação económica na área do euro deverá registar um fortalecimento gradual ao longo do horizonte de projeção, apoiada por aumentos da procura interna e, em menor grau, da procura externa. A procura interna beneficia da orientação acomodatória da política monetária, do regresso a uma orientação orçamental globalmente neutra, da melhoria das condições de financiamento e da confiança crescente, num enquadramento de reduzida incerteza. Além disso, o rendimento disponível real está a ser apoiado pelo aumento progressivo do crescimento dos salários e pela descida dos preços dos produtos energéticos. Ao mesmo tempo, a expectativa é de que os efeitos adversos, sobre as perspetivas económicas, resultantes da necessidade de novo ajustamento de balanços e do desemprego elevado registem apenas uma diminuição gradual durante o horizonte de projeção. Espera-se que a procura externa beneficie de uma recuperação mundial gradual, apesar de ser provável que, no início, o seu impacto positivo nas exportações da área do euro seja, em parte, compensado pelos efeitos da taxa de câmbio mais forte do euro. Projeta-se que o PIB real aumente 1.0% em 2014, 1.7% em 2015 e 1.8% em 2016. Estes aumentos serão a taxas superiores ao crescimento potencial estimado, contribuindo, assim, para uma redução gradual do desvio negativo do produto, devendo a taxa de desemprego registar um ligeiro decréscimo.

No que respeita à inflação medida pelo IHPC na área do euro, projeta-se que aumente gradualmente no horizonte de projeção, mas permaneça baixa. É esperado que a inflação global suba de 0.7% no primeiro trimestre de 2014 para 1.5% no último trimestre de 2016, situando-se, em média, em 0.7% em 2014, 1.1% em 2015 e 1.4% em 2016. A projetada subida da inflação medida pelo IHPC global reflete o fortalecimento gradual da recuperação económica, o qual está a provocar um aumento do crescimento dos salários e dos lucros a nível interno. O pressuposto relativo ao aumento dos preços das matérias-primas não energéticas e dos bens transformados importados implica também um efeito em sentido ascendente sobre a inflação. Simultaneamente, a projetada subida da inflação deverá ser contida pelas pressupostas descidas dos preços do petróleo, o impacto desfasado da apreciação acentuada da taxa de câmbio do euro desde meados de 2012 e a restante capacidade disponível na economia. Segundo as projeções, a inflação medida pelo IHPC, excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, registará um aumento progressivo, passando de 1.0% em 2014 para 1.2% em 2015 e 1.5% em 2016, atingindo 1.7% no final de 2016.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas na edição de março de 2014 do Boletim Mensal, a projeção para o crescimento real do PIB em 2014 foi revista em baixa, de 1.2% para 1.0%, refletindo resultados para o primeiro trimestre mais fracos do que o esperado. Em contraste, a projeção para 2015 foi objeto de uma revisão em alta, de 1.5% para 1.7%, no contexto de uma recuperação mais forte do rendimento disponível real. A inflação medida pelo IHPC em 2014 foi revista em baixa, de 1.0% para 0.7%, espelhando, em grande medida, os resultados mais baixos do que o esperado para a inflação medida pelo IHPC, nos últimos meses. Quanto a 2015 e 2016, as projeções para a inflação medida pelo IHPC foram também revistas em baixa, respetivamente, de 1.3% para 1.1% e de 1.5% para 1.4%.

O presente artigo sintetiza as projeções macroeconómicas para a área do euro relativas ao período de 2014 a 2016. Projeções para um período com um horizonte tão alargado estão sujeitas a uma incerteza muito elevada², facto que é necessário ter em conta na sua interpretação.

- ¹ As projeções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema fazem parte do material preparado para o Conselho do BCE, no sentido de este avaliar a evolução económica e os riscos para a estabilidade de preços. É fornecida informação sobre os procedimentos e as técnicas utilizados no documento do BCE intitulado “A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises” (Guia das projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema), de junho de 2001, disponível no sítio do BCE. A data de fecho da informação mais recente incluída neste exercício foi 21 de maio de 2014.
- ² Consultar o artigo intitulado “An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections”, na edição de maio de 2013 do Boletim Mensal.

ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

De acordo com as projeções, o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) deverá aumentar de modo gradual ao longo do horizonte de projeção, passando de 3.6% em 2014 para 4.0% em 2015 e 4.1% em 2016. Os dados divulgados apontam para um abrandamento do dinamismo das economias avançadas no primeiro trimestre do ano, relacionado, em parte, com fatores temporários, tais como as temperaturas extremamente baixas registadas na América do Norte. Todavia, numa análise para além da volatilidade de curto prazo, os inquéritos apontam para um dinamismo de crescimento razoavelmente robusto. Verificou-se uma queda do crescimento nos mercados emergentes, devido a uma procura interna fraca, à inversão das entradas de capitais nestas economias e à menor margem de manobra para novas políticas internas favoráveis ao crescimento. Os mercados financeiros estabilizaram nas economias emergentes desde o episódio de volatilidade observado no início de 2014, mas, em muitos países, as condições financeiras tornaram-se consideravelmente mais restritivas desde meados de 2013, pesando sobre a atividade. Numa análise prospetiva, a expectativa é de um fortalecimento da atividade económica mundial. A moderação da desalavancagem do setor privado e a menor consolidação orçamental, a par da melhoria das condições nos mercados de trabalho, deverão apoiar a procura interna nas economias avançadas. Por seu turno, a procura mais forte nestas economias deverá fomentar a retoma no resto do mundo. É provável que o crescimento em algumas economias emergentes seja, contudo, limitado por fatores estruturais, incluindo estrangulamentos a nível de infraestruturas e restrições em termos de capacidade produtiva, ao passo que, nos países muito dependentes de entradas de capitais e de um forte crescimento do crédito, a atividade será provavelmente travada pelo processo de reequilíbrio e ajustamento das suas economias face à alteração da orientação da política monetária nos Estados Unidos.

O comércio mundial perdeu algum dinamismo desde finais do ano passado. Em termos prospetivos, o aumento da atividade nas economias avançadas – em particular do investimento, o qual tem um conteúdo importado elevado – deverá estimular uma aceleração do comércio mundial ao longo do horizonte de projeção. No entanto, considera-se improvável que o ritmo de expansão do comércio mundial seja idêntico ao registado nas décadas de 1990 e de 2000, quando se verificou a integração de economias emergentes de grande dimensão na economia mundial. Consequentemente, em comparação com o anterior exercício de projeção, a projeção de referência pressupõe um grau de elasticidade de longo prazo do comércio mundial em relação à atividade mundial mais reduzido do que o observado antes da crise financeira mundial. Projeta-se que o comércio mundial (excluindo a área do euro) aumente 4.3% em 2014, 5.7% em 2015 e 5.9% em 2016. Como se espera que o ritmo de expansão da procura de importações pelos principais parceiros comerciais da área do euro seja mais lento do que o da procura por parte do resto do mundo, a projeção é de que o crescimento da procura externa da área do euro seja um pouco mais fraco do que o do comércio mundial (ver Quadro 1).

Quadro 1: Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Junho de 2014				Março de 2014			Revisões desde março de 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3
Procura externa da área do euro ²⁾	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

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

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas na edição de março de 2014 do Boletim Mensal, a projeção para o crescimento real do PIB mundial em 2014 foi revista em baixa, de 3.9% para 3.6%. As perspetivas para a procura externa da área do euro foram igualmente revistas em baixa ao longo de todo o horizonte de projeção.

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

Os pressupostos técnicos relativos às taxas de juro e aos preços das matérias-primas têm por base as expectativas do mercado, com uma data de fecho da informação de 14 de maio de 2014. As taxas de curto prazo são medidas pela 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 0.3% em 2014 e 2015 e de 0.4% em 2016. As expectativas do mercado quanto às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a 10 anos na área do euro implicam um nível médio de 2.4% em 2014, 2.6% em 2015 e 3.0% em 2016¹. Refletindo a trajetória das taxas de juro do mercado a prazo e a transmissão gradual das alterações 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 permaneçam, em geral, estáveis em 2014 e 2015, registando posteriormente uma subida gradual.

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, pressupõe-se que o preço do barril de petróleo bruto Brent desça de USD 108.8 em 2013 para USD 98.2 em 2016. Em termos dos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, o pressuposto é de que registem uma ligeira subida em 2014, aumentando depois a um ritmo um pouco mais rápido em 2015 e 2016².

Em relação às taxas de câmbio bilaterais, pressupõe-se que, ao longo do horizonte de projeção, permaneçam inalteradas nos níveis médios prevalecentes no período de duas semanas findo em 14 de maio de 2014, a data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio USD/EUR de 1.38 entre 2014 e 2016, ou seja, 4.2% mais elevada do que em 2013. Parte-se do pressuposto de que, no horizonte de projeção, a taxa de câmbio efetiva do euro seja, em média, 2.7% mais forte do que em 2013.

Pressupostos técnicos

	Junho de 2014				Março de 2014			Revisões desde março de 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
EURIBOR a três meses (em percentagem, por ano)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos (em percentagem, por ano)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Preço do petróleo (USD/barril)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
Taxa de câmbio USD/EUR	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (EER20) (variação anual, em percentagem)	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

1) As revisões são expressas como "percentagens" para os níveis, "diferenças" para as taxas de crescimento e "pontos percentuais" para as taxas de juro e as taxas de rendibilidade das obrigações.

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

No que se refere às políticas orçamentais, os pressupostos têm por base as leis orçamentais aprovadas dos países da área do euro, os planos orçamentais de médio prazo dos mesmos, assim como medidas bem especificadas enunciadas nas atualizações dos programas de estabilidade disponíveis em 21 de maio de 2014. Incluem todas as medidas de política já aprovadas pelos parlamentos nacionais ou definidas em suficiente pormenor pelos governos e que provavelmente serão aprovadas no âmbito do processo legislativo. De um modo geral, estes pressupostos implicam, em média, só um pequeno grau de consolidação orçamental durante o horizonte de projeção, com base nos planos orçamentais para 2014

e em apenas informação limitada para 2015 e 2016. A pressuposta consolidação orçamental no horizonte de projeção é significativamente inferior à observada nos últimos anos.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas na edição de março de 2014 do Boletim Mensal, as principais alterações a nível dos pressupostos técnicos incluem taxas de juro de curto e de longo prazo mais baixas na área do euro. Embora os preços do petróleo denominados em dólares dos Estados Unidos sejam um pouco mais elevados do que em março, registou-se também uma apreciação moderada da taxa de câmbio do euro.

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

PROJEÇÕES PARA O CRESCIMENTO REAL DO PIB

No primeiro trimestre de 2014, o PIB real aumentou 0.2% na área do euro, registando o seu quarto aumento trimestral consecutivo. Dados de inquéritos indicam que, nos diferentes setores e países, se verificou, nos últimos meses, uma estabilização da confiança das empresas em níveis próximos ou superiores às médias de longo prazo, sinalizando um novo aumento da atividade no segundo trimestre de 2014. Projeta-se que o dinamismo subjacente do crescimento aumente, particularmente em algumas das economias sob tensão. O projetado incremento da atividade deverá ser sobretudo apoiado pelo fortalecimento da procura interna, em virtude da orientação acomodatória da política monetária, pelo retorno a uma orientação orçamental globalmente neutra, após anos de intensificação substancial da restritividade orçamental, pelo regresso a condições de concessão de crédito neutras e pela melhoria da confiança das empresas e das famílias, num enquadramento de reduzida incerteza. Em especial, o consumo privado deverá beneficiar do impacto favorável, no rendimento disponível real, do aumento do crescimento dos salários e da descida dos preços dos produtos energéticos. Além disso, espera-se que a atividade seja cada vez mais apoiada por um fortalecimento gradual da procura externa, apesar de, no início, ser provável que o crescimento das exportações seja travado pela apreciação da taxa de câmbio efetiva do euro. Ao mesmo tempo, o impacto adverso nas perspetivas para a procura interna – decorrente da necessidade de novo ajustamento de balanços nos setores público e privado e, em particular, do desemprego elevado em alguns países – deverá registar apenas uma diminuição gradual durante o horizonte de projeção, sendo possível que surjam restrições a nível da oferta de trabalho em outros países. Em termos médios anuais, o PIB real deverá aumentar 1.0% em 2014, 1.7% em 2015 e 1.8% em 2016. Este padrão de crescimento espelha um aumento constante da contribuição da procura interna, a par de um pequeno contributo positivo das exportações líquidas. Dado projetar-se que o crescimento efetivo supere a taxa de crescimento potencial estimada, é esperado que o desvio do produto diminua, mas ainda seja negativo no final do horizonte de projeção.

Analisando mais pormenorizadamente as componentes da procura, projeta-se que o crescimento das exportações extra-área do euro ganhe dinamismo no decurso de 2014 e 2015, refletindo o fortalecimento gradual da procura externa da área do euro e o desvanecimento do impacto adverso da recente apreciação do euro. De acordo com as projeções, as quotas de mercado das exportações da área do euro registarão uma ligeira descida durante o horizonte de projeção, embora a sua evolução seja bastante heterogénea entre os vários países da área do euro, espelhando diferenças na evolução da competitividade. O crescimento das exportações intra-área do euro será mais lento do que o das exportações extra-área do euro, devido à persistente relativa fragilidade da procura interna na área do euro.

Segundo as projeções, o investimento empresarial aumentará gradualmente ao longo do horizonte de projeção, apoiado pelo fortalecimento da procura interna e externa, num contexto de necessidades

acumuladas de investimento de substituição, bem como por taxas de juro muito baixas, lucros mais fortes, uma incerteza reduzida e um abrandamento dos efeitos adversos em termos de oferta de crédito. No entanto, considera-se que o impacto adverso combinado de um crescimento tendencial mais reduzido e da necessidade de nova reestruturação dos balanços das empresas em alguns países da área do euro trave a recuperação do investimento empresarial durante o horizonte de projeção.

Projeta-se que o investimento residencial registe um aumento gradual, face à recuperação da atividade, num enquadramento de taxas hipotecárias baixas. Todavia, nos próximos trimestres, a necessidade de novo ajustamento nos mercados da habitação em alguns países e o crescimento fraco do rendimento disponível real continuarão a pesar sobre as perspetivas. Quanto ao investimento público, espera-se que permaneça fraco no horizonte de projeção, em virtude das medidas de consolidação orçamental planeadas em vários países da área do euro, as quais superam o perfil mais expansionista do investimento público em outros países.

O emprego em termos de número de indivíduos empregados estabilizou no segundo semestre de 2013 e a projeção é de que, posteriormente, registe um aumento modesto. A fraca recuperação do emprego reflete o aumento lento da atividade, a resposta desfasada do emprego ao crescimento do produto e novos cortes do número de empregados no setor público em alguns países. É provável que estes fatores suplantem o impacto positivo das reformas do mercado de trabalho, as quais incrementaram a flexibilidade e apoiaram a criação de emprego no setor privado, sobretudo em alguns países sob tensão. Espera-se que a população ativa aumente moderadamente durante o horizonte de projeção, graças à imigração e à maior participação de determinados segmentos da população, num contexto de melhoria das condições no mercado de trabalho. A taxa de desemprego desceu nos últimos meses, sendo esperadas novas descidas ao longo do horizonte de projeção, mas deverá permanecer em níveis superiores aos registados antes da crise. Projeta-se que a produtividade do trabalho (medida como produto por indivíduo empregado) melhore, refletindo o esperado aumento do crescimento real do PIB e a resposta desfasada do emprego à evolução da atividade.

Quadro 2: Projeções macroeconómicas para a área do euro¹⁾

(variação anual, em percentagem)

	Junho de 2014				Março de 2014			Revisões desde março de 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real ³⁾	-0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,0
		[0,6 - 1,4] ⁴⁾	[0,6 - 2,8] ⁴⁾	[0,5 - 3,1] ⁴⁾	[0,8 - 1,6] ⁴⁾	[0,4 - 2,6] ⁴⁾	[0,7 - 2,9] ⁴⁾			
Consumo privado	-0,6	0,7	1,5	1,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Consumo público	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	-0,3
Formação bruta de capital fixo	-2,7	1,7	3,1	3,5	2,1	2,7	3,7	-0,4	0,4	-0,2
Exportações ⁵⁾	1,7	3,6	4,8	5,3	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Importações ⁵⁾	0,5	3,6	4,8	5,5	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Emprego	-0,8	0,3	0,5	0,7	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	12,0	11,8	11,5	11,0	11,9	11,7	11,4	-0,2	-0,3	-0,4
IHPC	1,4	0,7	1,1	1,4	1,0	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
		[0,6 - 0,8] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,6 - 2,2] ⁴⁾	[0,7 - 1,3] ⁴⁾	[0,6 - 2,0] ⁴⁾	[0,7 - 2,3] ⁴⁾			
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	1,4	1,0	1,3	1,6	1,2	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,1
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,1
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos ⁶⁾	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,2
Custos unitários do trabalho	1,2	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	1,2	0,1	-0,3	-0,1
Remuneração por trabalhador	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Produtividade do trabalho	0,5	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,1
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-2,7	-2,5	-2,1	0,2	0,2	0,2
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) ⁷⁾	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,2	-2,2	-2,0	0,3	0,2	0,1
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	92,6	93,4	92,6	91,1	93,5	93,2	92,2	0,0	-0,7	-1,1
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

1) Os dados referem-se à área do euro incluindo a Letónia, exceto os dados relativos ao IHPC em 2013. A variação percentual média anual do IHPC para 2014 é baseada numa composição da área do euro que inclui, já em 2013, a Letónia.

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

3) Dados corrigidos de dias úteis.

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

5) Incluindo comércio intra-área do euro.

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

7) Calculado como o saldo orçamental das administrações públicas líquido de efeitos transitórios do ciclo económico e de medidas temporárias tomadas pelos governos. O cálculo segue a abordagem aplicada pelo SEBC aos saldos orçamentais corrigidos do ciclo (ver Boutheyvillain, C. *et al.*, “Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach”, Série de Documentos de Trabalho do BCE, n.º 77, setembro de 2001) e a definição do SEBC de “medidas temporárias” (ver Kremer, J. *et al.*, “A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances”, Série de Documentos de Trabalho do BCE, n.º 579, janeiro de 2006). A projeção do saldo estrutural não é obtida a partir de uma medida agregada do desvio do produto. De acordo com a metodologia do SEBC, as componentes cíclicas são calculadas separadamente para as diferentes rubricas da receita e da despesa. Para uma análise deste tema, também no que se refere à metodologia da Comissão Europeia, ver a caixa intitulada “Ajustamento cíclico do saldo orçamental público”, na edição de março de 2012 do Boletim Mensal.

No que respeita ao consumo privado, espera-se que ganhe algum dinamismo no decurso de 2014 e registe novo aumento em 2015 e 2016, seguindo de perto o crescimento do rendimento disponível real, dado o rácio de poupança permanecer horizontal. Projeta-se que o crescimento do rendimento disponível real seja apoiado pelos rendimentos mais fortes do trabalho, refletindo o aumento do emprego e o crescimento

mais elevado dos salários, um impacto da consolidação orçamental menos adverso e a baixa inflação. Relativamente ao consumo público, pressupõe-se que aumente de forma moderada ao longo do horizonte de projeção.

A projeção para as importações extra-área do euro é de que registem um crescimento moderado ao longo do horizonte de projeção, permanecendo, no entanto, condicionadas pelo crescimento fraco da procura total da área do euro. Quanto ao comércio líquido, espera-se que contribua moderadamente para o crescimento real do PIB no horizonte de projeção. O excedente da balança corrente deverá aumentar ligeiramente, atingindo 2.8% do PIB em 2016.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas na edição de março de 2014 do Boletim Mensal, a projeção para o crescimento real do PIB em 2014 foi revista em baixa, de 1.2% para 1.0%, refletindo resultados para o primeiro trimestre mais fracos do que o esperado. A projeção para o crescimento real do PIB em 2015 foi revista em alta, de 1.5% para 1.7%, em virtude de os pressupostos mais baixos relativos às taxas de juro e a menor inflação dos preços das matérias-primas apoiarem os rendimentos reais. A projeção para 2016 mantém-se globalmente inalterada.

PROJEÇÕES RELATIVAS A PREÇOS E CUSTOS

De acordo com a estimativa preliminar do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC global situou-se em 0.5% em maio de 2014. A atual fraca taxa de inflação reflete uma estagnação dos preços dos produtos energéticos, dos produtos alimentares e dos produtos industriais não energéticos, bem como uma tendência moderada dos preços dos serviços.

A inflação medida pelo IHPC global deverá permanecer em níveis baixos até ao terceiro trimestre de 2014. Projeta-se que registe então um aumento gradual e atinja 1.5% no final do horizonte de projeção. A projetada subida progressiva da inflação medida pelo IHPC global reflete o fortalecimento gradual da recuperação económica e as suas implicações em termos de uma redução do desvio negativo do produto e de um aumento do crescimento dos salários e dos lucros. A pressuposta subida dos preços das matérias-primas não energéticas e dos bens transformados importados implica também um impacto em sentido ascendente na inflação. Contudo, o aumento projetado para a inflação deverá ser modesto, devendo ser contido, nomeadamente, pelo pressuposto de uma descida dos preços do petróleo, de acordo com os mercados de futuros, pelo efeito desfasado da apreciação acentuada da taxa de câmbio do euro desde meados de 2012 e pelo facto de, não obstante uma diminuição do desvio do produto, ainda ser provável que continue a haver capacidade disponível na economia até 2016.

Mais especificamente, a inflação dos preços dos produtos energéticos deverá aumentar face à sua taxa muito negativa no início de 2014, mas permanecer ligeiramente negativa ao longo da maior parte do horizonte de projeção, em consonância com a trajetória descendente da curva dos futuros do preço do petróleo. A ligeira contribuição negativa dos preços dos produtos energéticos para a inflação medida pelo IHPC, durante o horizonte de projeção, compara com um contributo médio de cerca de 0.5 pontos percentuais, no período de 1999 a 2013, e, em grande medida, explica as perspetivas moderadas para a inflação.

Projeta-se que a inflação dos preços dos produtos alimentares continue a descer até ao terceiro trimestre de 2014, devido à transmissão desfasada de anteriores descidas dos preços das matérias-primas alimentares e a efeitos de base em sentido descendente. Em virtude do pressuposto aumento dos preços dos produtos agrícolas no produtor na União Europeia e da recuperação económica gradual, a inflação dos preços dos produtos alimentares deverá subir continuamente ao longo do horizonte de projeção e atingir uma média de 1.9% em 2016. A contribuição média da inflação dos preços dos produtos alimentares para a inflação global é de 0.3 pontos percentuais ao longo do horizonte de projeção, o que compara com um contributo médio de cerca de 0.5 pontos percentuais desde 1999.

A expectativa é de que a inflação medida pelo IHPC, excluindo preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos, tenha atingido o seu nível mínimo durante o último trimestre de 2013 e nos meses iniciais de 2014. Projeta-se que aumente no horizonte de projeção, à medida que a recuperação ganhar dinamismo, levando a uma subida das taxas de crescimento dos salários e dos lucros, e que atinja 1.7% no último trimestre de 2016. Espera-se que a contribuição média da inflação medida pelo IHPC, excluindo preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos, para a inflação global no horizonte de

projeção ascenda a 0.9 pontos percentuais, valor que é apenas ligeiramente inferior à sua média desde 1999.

Espera-se que os aumentos dos impostos indiretos incluídos nos planos de consolidação orçamental deem um pequeno contributo em sentido ascendente, de cerca de 0.1 pontos percentuais, para a inflação medida pelo IHPC em 2014. A magnitude desta contribuição é um pouco menor do que a registada em 2013. Quanto a 2015 e 2016, atualmente espera-se que as contribuições sejam insignificativas, devido à falta de informação sobre as medidas orçamentais aprovadas para esses anos.

As pressões externas sobre os preços enfraqueceram substancialmente no decurso de 2013, refletindo o impacto do ritmo lento do crescimento mundial nos preços internacionais, a apreciação do euro e as descidas dos preços do petróleo e das matérias-primas não petrolíferas. Numa análise prospetiva, é esperado que a taxa de crescimento anual do deflator das importações aumente de modo gradual ao longo do horizonte de projeção, passando a ser positiva no início de 2015. Projeta-se que a sua média seja de 1.2% em 2016, valor que está próximo da sua taxa de crescimento média de longo prazo. O aumento da taxa de crescimento do deflator das importações reflete o pressuposto fortalecimento do crescimento mundial e, conseqüentemente, os preços internacionais crescentes na indústria transformadora, o esperado aumento dos preços das matérias-primas não energéticas e o desvanecimento dos efeitos da anterior apreciação do euro.

No que se refere às pressões internas sobre os preços, espera-se que a melhoria gradual das condições no mercado de trabalho da área do euro conduza a um aumento da remuneração por trabalhador. No entanto, projeta-se que o crescimento dos custos unitários do trabalho seja atenuado, nos primeiros dois anos do horizonte de projeção, por um aumento da produtividade mais forte do que o crescimento dos salários nominais, espelhando a recuperação cíclica da produtividade. Em 2016, espera-se que a continuação do fortalecimento do crescimento salarial, a par de um enfraquecimento do crescimento da produtividade, contribua para um aumento do crescimento dos custos unitários do trabalho.

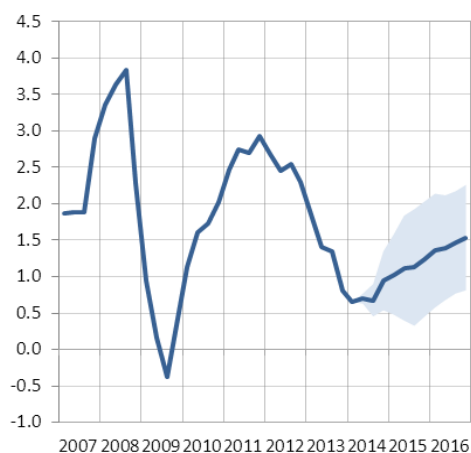
As margens de lucro (calculadas como a diferença entre o deflator do PIB a custo de fatores e o crescimento dos custos unitários do trabalho) deverão subir ao longo do horizonte de projeção, apoiadas pela recuperação cíclica da economia.

Gráfico 1: Projeções macroeconómicas¹⁾

(dados trimestrais)

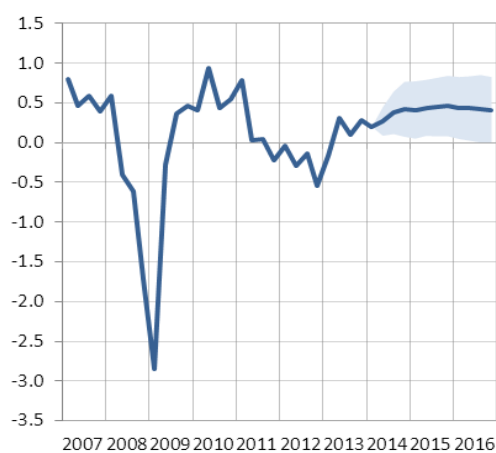
IHPC da área do euro

(variação homóloga, em percentagem)



PIB real da área do euro²⁾

(variação em termos trimestrais em cadeia, em percentagem)



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

2) Dados corrigidos de dias úteis.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas na edição de março de 2014 do Boletim Mensal, a projeção para a inflação medida pelo IHPC global em 2014 foi revista em baixa, de 1.0% para 0.7%, refletindo, em grande medida, resultados mais fracos do que o esperado, nos últimos meses. As projeções para a inflação medida pelo IHPC em 2015 e 2016 também foram revistas em baixa, respetivamente de 1.3% para 1.1% e de 1.5% para 1.4%, refletindo sobretudo o menor crescimento dos custos unitários do trabalho.

PERSPETIVAS ORÇAMENTAIS

Com base nos pressupostos enunciados na Caixa 1, projeta-se que o rácio do défice das administrações públicas em relação ao PIB na área do euro diminua de 3.0% em 2013 para 2.5% em 2014 e registe nova diminuição, para 1.9%, em 2016. Esta redução reflete principalmente uma melhoria da posição cíclica. Além disso, é esperada uma melhoria do saldo primário corrigido do ciclo, devido aos esforços de consolidação orçamental em alguns países da área do euro e a um nível apenas ínfimo de ajudas estatais ao setor financeiro. Projeta-se que o saldo orçamental estrutural melhore ligeiramente ao longo do período de projeção, embora a um ritmo mais lento do que nos últimos anos. Esta melhoria advém principalmente da pressuposta continuação de um crescimento moderado da despesa pública. De acordo com as projeções, na área do euro, o rácio da dívida pública bruta em relação ao PIB atingirá um máximo de 93.4% em 2014, diminuindo depois para 91.1% em 2016.

As caixas que se seguem apresentam determinadas análises de sensibilidade (Caixa 2), comentários sobre a exposição da área do euro à crise na Ucrânia (Caixa 3) e uma comparação com outras previsões disponíveis (Caixa 4).

Caixa 2

ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

As projeções assentam fortemente em pressupostos técnicos acerca da evolução de variáveis fundamentais específicas. Considerando que algumas destas variáveis podem ter um impacto considerável nas projeções para a área do euro, a sensibilidade das mesmas no que respeita a trajetórias alternativas dos pressupostos implícitos pode ajudar na análise dos riscos em torno das projeções. Na presente caixa, discute-se a incerteza quanto a três pressupostos subjacentes importantes e a sensibilidade das projeções ao mesmos¹.

1) TRAJETÓRIA ALTERNATIVA DOS PREÇOS DO PETRÓLEO

Os pressupostos relativos aos preços do petróleo nas atuais projeções dos especialistas do Eurosistema têm por base as expectativas do mercado medidas pelos futuros dos preços do petróleo, que preveem uma descida dos preços do petróleo ao longo do horizonte de projeção (ver Caixa 1). Persiste, contudo, a incerteza no que toca a este perfil. Existe incerteza quanto à evolução tanto da procura como da oferta.

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

Em termos gerais, no contexto de uma recuperação mundial, um preço do petróleo mais elevado do que o pressuposto na projeção de referência apresenta-se como plausível. Por conseguinte, nesta análise de sensibilidade, toma-se em consideração um crescente ajustamento em sentido ascendente da trajetória dos futuros dos preços do petróleo². A trajetória alternativa pressupõe que os preços do petróleo se situem 1%, 7% e 13% acima dos preços dos futuros, respetivamente em 2014, 2015 e 2016. Com base em modelos macroeconómicos elaborados por especialistas do Eurosistema, o preço mais elevado do petróleo

levaria a que a inflação medida pelo IHPC fosse superior, em 0.2 pontos percentuais, à projeção de referência para 2015 e 2016. Paralelamente, preços do petróleo mais elevados atenuariam também o crescimento real do PIB, que seria 0.1 pontos percentuais mais baixo em 2015 e 2016.

2) PROCURA EXTERNA MAIS BAIXA

Aparentemente, a ligação entre o comércio mundial e o crescimento do PIB mundial alterou-se nos últimos anos. Antes da crise financeira, o aumento das importações mundiais era, em regra, consideravelmente mais rápido do que o da atividade (a elasticidade histórica do comércio em relação ao crescimento da atividade entre 1982 e 2007 era de 1.8). Porém, desde 2011, o ritmo de crescimento do PIB mundial e das importações mundiais tem sido semelhante (sendo 1.1 a média da elasticidade entre 2011 e 2013). Continuando este período de relativa fragilidade do comércio, verificou-se uma ligeira descida do comércio mundial no início de 2014.

A projeção de referência pressupõe uma recuperação gradual do dinamismo do comércio mundial ao longo do horizonte de projeção, ainda que com uma elasticidade de longo prazo face à atividade um pouco inferior à observada previamente à crise financeira. Nesta análise de sensibilidade, são tomadas em linha de conta as implicações de um perfil mais baixo para as importações mundiais e a procura externa da área do euro. Pressupõe-se que a elasticidade do comércio mundial permaneça num nível idêntico ao registado no passado recente, ou seja, em 1.1. Tal implica uma diminuição do crescimento da procura externa da área do euro, de 0.3 pontos percentuais em 2014 e 1.4 pontos percentuais em 2015 e 2016.

Os resultados dos modelos macroeconómicos dos especialistas do Eurosistema apontam para um menor crescimento real do PIB (-0.2 pontos percentuais em 2015 e 2016) e para uma inflação medida pelo IHPC mais baixa em 2016 (-0.1 pontos percentuais).

3) CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL ADICIONAL

Como referido na Caixa 1, os pressupostos em termos de políticas orçamentais incluem todas as medidas de política já aprovadas pelos parlamentos nacionais ou especificadas em suficiente pormenor pelos governos e que provavelmente serão aprovadas no âmbito do processo legislativo. Para a maioria dos países, as medidas incluídas na projeção de referência ficam aquém dos requisitos de consolidação orçamental, ao abrigo das vertentes corretiva e preventiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento. O compromisso de cumprir estes requisitos encontra-se globalmente refletido nos programas de estabilidade para 2014 e nos documentos dos programas da União Europeia e do FMI. Todavia, muitas vezes, as medidas subjacentes destinadas a alcançar esses objetivos não são referidas ou não são suficientemente bem definidas. Por conseguinte, não foram consideradas na projeção de referência, em especial no que respeita ao período de 2015 e 2016, o qual não é contemplado nos atuais orçamentos da maior parte dos países. Assim, é não só necessário, como também provável, que, até 2016, a maioria dos governos adote medidas no sentido de uma consolidação orçamental adicional, em comparação com as incorporadas na projeção de referência.

Pressupostos subjacentes à análise de sensibilidade orçamental

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

Com base nesta abordagem, avalia-se que a consolidação adicional na área do euro em 2014 seja em torno de 0.1% do PIB, sendo prováveis novas medidas suplementares em 2015 (correspondentes a aproximadamente 0.4% do PIB) e, em menor grau, em 2016 (cerca de 0.2% do PIB), elevando o valor acumulado da consolidação orçamental adicional para cerca de 0.7% do PIB, no final de 2016. No que respeita à composição das medidas orçamentais, a análise de sensibilidade procura incorporar os perfis nacionais e temporais específicos dos esforços de consolidação adicional mais prováveis. Neste exercício,

considera-se que, ao nível agregado da área do euro, a consolidação orçamental apresenta um enviesamento para o lado da despesa do orçamento, mas inclui igualmente aumentos dos impostos diretos e indiretos e das contribuições para a segurança social.

Impacto macroeconómico da consolidação orçamental adicional

O quadro a seguir resume os resultados da simulação do impacto do exercício de análise de sensibilidade orçamental no crescimento real do PIB e na inflação medida pelo IHPC na área do euro, com base no novo modelo do BCE para o conjunto da área do euro (*New Area-Wide Model* – NAWM)³.

O impacto da consolidação orçamental adicional no crescimento real do PIB é limitado em 2014, estimando-se que se situe em torno de -0.3 pontos percentuais em 2015 e -0.2 pontos percentuais em 2016. Estima-se que o efeito sobre a inflação medida pelo IHPC seja de cerca de 0.1 pontos percentuais em 2015.

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

Importa destacar que a análise de sensibilidade orçamental se centra apenas nos potenciais efeitos de curto prazo de uma provável consolidação orçamental adicional. Embora mesmo medidas de consolidação orçamental bem concebidas tenham frequentemente efeitos de curto prazo negativos sobre o crescimento real do PIB, verificam-se efeitos positivos a mais longo prazo na atividade, os quais não são evidentes no horizonte desta análise⁴. Consequentemente, os resultados da análise não devem ser interpretados como colocando em causa a necessidade de, no horizonte de projeção, serem envidados esforços no sentido de uma consolidação orçamental adicional. Com efeito, é preciso aumentar os esforços de consolidação, a fim de restabelecer a solidez das finanças públicas na área do euro. Sem uma consolidação adicional, existe o risco de a fixação do preço da dívida soberana poder vir a ser adversamente afetada. Além disso, os efeitos sobre a confiança poderão ser negativos, dificultando a recuperação económica.

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

(em percentagem do PIB)	2014	2015	2016
Objetivos orçamentais dos países ¹⁾	-2.5	-1.8	-1.2
Projeções orçamentais de referência	-2.5	-2.3	-1.9
Consolidação orçamental adicional (em termos acumulados) ²⁾	0.1	0.5	0.7
Efeitos da consolidação orçamental adicional (em pontos percentuais) ³⁾			
Crescimento real do PIB	-0.1	-0.3	-0.2
Inflação medida pelo IHPC	0.0	0.1	0.0

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

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

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

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

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

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

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

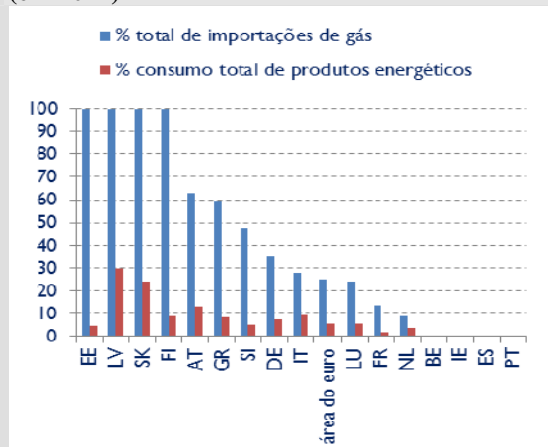
EXPOSIÇÃO DA ÁREA DO EURO À CRISE NA UCRÂNIA

As preocupações quanto a um possível agravamento das tensões entre a Ucrânia e a Rússia intensificaram-se recentemente. A presente caixa analisa a exposição da área do euro à Rússia e à Ucrânia e descreve os principais canais através dos quais a área do euro poderá ser afetada, caso a crise escale ainda mais com a imposição de sanções adicionais à Rússia.

Até ao momento, a crise teve um impacto adverso significativo nas economias da Ucrânia e da Rússia, mas apenas um impacto limitado na economia da área do euro. Não obstante os dados “concretos” relativos à área do euro pareçam não ter sido praticamente afetados, existe evidência pontual de uma possível incerteza acrescida relacionada com a crise. Contudo, até à data, os preços das ações e das matérias-primas mantiveram-se relativamente estáveis.

Os principais canais potenciais de transmissão de repercussões adversas à área do euro são o comércio e as ligações financeiras com a Rússia, e não com a Ucrânia. A área do euro importa um montante considerável de produtos energéticos da Rússia, procedendo desse país cerca de 25% das suas importações de gás e quase 30% das suas importações de petróleo (ver Gráficos A e B). Alguns países da área do euro importam gás quase exclusivamente da Rússia. A Rússia e, em menor grau, a Ucrânia são também países de destino das exportações da área do euro. Cerca de 5% das exportações extra-área do euro de mercadorias têm como destino a Rússia e aproximadamente 1% a Ucrânia (ver Gráfico C). Em termos de exposição financeira, os ativos dos bancos da área do euro face à Rússia equivalem a cerca de 1% do PIB da área do euro (ver Gráfico D). No entanto, o comércio e as ligações financeiras apresentam uma grande heterogeneidade entre os vários países da área do euro.

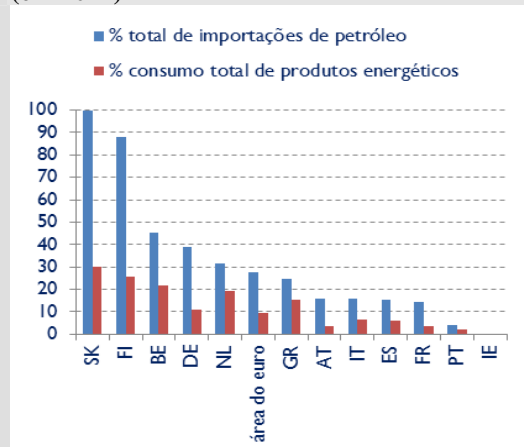
Gráfico A: Importações de gás da Rússia (em 2011)



Fonte: Eurostat.

Notas: Não estão disponíveis dados para Chipre e Malta. Os países encontram-se ordenados em função da percentagem de importações de gás da Rússia no respetivo total de importações de gás.

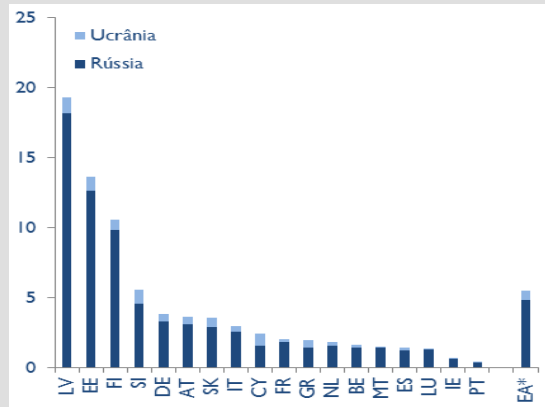
Gráfico B: Importações de petróleo da Rússia (em 2011)



Fonte: Eurostat.

Notas: Não estão disponíveis dados para os seguintes países: Estónia, Chipre, Letónia, Luxemburgo, Malta e Eslovénia. Os países encontram-se ordenados em função da percentagem de importações de petróleo da Rússia no respetivo total de importações de petróleo.

Gráfico C: Exportações de mercadorias para a Rússia e a Ucrânia (terceiro trimestre de 2013)
(percentagem do total de exportações de mercadorias)

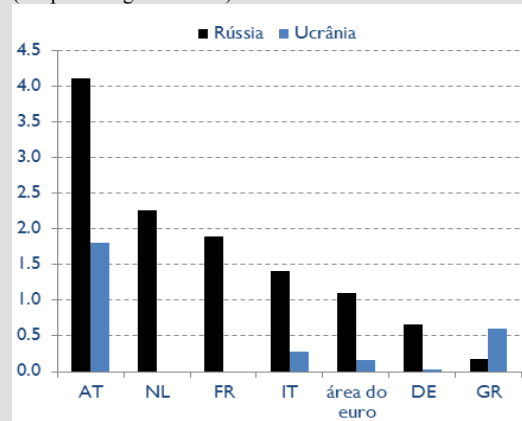


Fontes: FMI e cálculos do BCE.

EA*: área do euro; valor líquido de exportações intra-área do euro de mercadorias.

Nota: Os países encontram-se ordenados em função da percentagem de exportações de mercadorias para a Rússia e a Ucrânia no respetivo total de exportações de mercadorias.

Gráfico D: Ativos externos de uma seleção de bancos da área do euro (por país) face à Ucrânia e à Rússia
(em percentagem do PIB)



Fontes: Estatísticas bancárias consolidadas do Banco de Pagamentos Internacionais e BCE.

Notas: Os países encontram-se ordenados de acordo com os ativos externos dos bancos da área do euro face à Rússia, como uma percentagem do PIB em 2013. Os dados referem-se, em geral, ao quarto trimestre de 2013. No gráfico, figuram apenas os países da área do euro que reportaram ativos externos dos respetivos bancos face à Rússia e à Ucrânia. Recentemente, a França e os Países Baixos não reportaram os ativos face à Ucrânia. Os dados mais recentes disponíveis para a Áustria referem-se ao terceiro trimestre de 2012. O valor para a área do euro é indicativo e baseia-se em dados para os países relativos a diferentes momentos.

O potencial impacto adverso, na economia da área do euro, de uma escalada do conflito depende do tipo de sanções que a União Europeia e os Estados Unidos venham a impor à Rússia e das medidas de retaliação que é provável a Rússia adotar. Embora a especificidade das sanções seja incerta, estas podem gerar um aumento dos preços do petróleo, uma diminuição das exportações da Rússia para a área do euro, com efeitos adversos sobre a atividade no país, e saídas de capital, conducentes a uma depreciação do rublo. Podem também verificar-se efeitos desfavoráveis para a área do euro, resultantes de uma descida dos preços das ações e de uma queda da confiança, em virtude da preocupação dos agentes económicos com a intensidade da crise e as suas implicações.

Na área do euro, estes canais afetariam provavelmente o PIB de forma negativa, sobretudo através do seu impacto no comércio e nos preços do petróleo. Em paralelo, preços do petróleo mais altos conduziriam a uma inflação medida pelo IHPC mais elevada na área do euro do que a implícita na projeção de referência.

Atendendo às disparidades dos vários países da área do euro em termos de exposições ao comércio e ligações financeiras com a Rússia e a Ucrânia, qualquer impacto da crise seria heterogéneo, sendo os países mais expostos à Rússia e à Ucrânia, designadamente os Estados bálticos, a registar os maiores efeitos adversos.

Poderá também verificar-se um impacto negativo em alguns países da área do euro, devido a efeitos indiretos de países terceiros serem negativamente afetados, por exemplo, na Europa de Leste. Setores e indústrias especialmente importantes para alguns países da área do euro, tais como a agricultura, produtos alimentares, imobiliário, turismo e determinados setores bancários, poderão ser particularmente afetados por um prolongamento ou agravamento da crise. Por último, os países da área do euro que importam

grande parte do gás e do petróleo da Rússia seriam, em especial, negativamente afetados por uma potencial perturbação dos fornecimentos de produtos energéticos provenientes desse país.

Caixa 4

PREVISÕES DE OUTRAS INSTITUIÇÕES

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

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

(variação anual, em percentagem)

	Data de publicação	Crescimento do PIB			Inflação medida pelo IHPC		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projeções dos especialistas do Eurosistema	Junho de 2014	1.0	1.7	1.8	0.7	1.1	1.4
		[0.6-1.4]	[0.6-2.8]	[0.5-3.1]	[0.6-0.8]	[0.5-1.7]	[0.6-2.2]
Comissão Europeia	Maio de 2014	1.2	1.7	-	0.8	1.2	-
OCDE	Maio de 2014	1.2	1.7	-	0.7	1.1	-
Barómetro da Zona Euro	Maio de 2014	1.2	1.6	1.6	0.8	1.2	1.7
Previsões da Consensus Economics	Maio de 2014	1.1	1.4	1.6	0.8	1.3	1.5
Inquérito a Analistas Profissionais	Maio de 2014	1.1	1.5	1.7	0.9	1.3	1.5
FMI	Abril de 2014	1.2	1.5	1.5	0.9	1.2	1.3

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

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

As previsões atualmente disponíveis de outras instituições situam o crescimento real do PIB da área do euro, em 2014, num valor ligeiramente superior ao implícito nas projeções dos especialistas do Eurosistema. As projeções para o crescimento real do PIB em 2015 e 2016 são semelhantes ou um pouco inferiores às avançadas pelos especialistas do Eurosistema. No que respeita à inflação, as previsões da maioria das outras instituições apontam para uma inflação média anual medida pelo IHPC, em 2014 e 2015, próxima ou algo mais elevada do que a projetada pelos especialistas do Eurosistema. Em 2016, a inflação medida pelo IHPC deverá situar-se, em média, entre 1.3% e 1.7%, de acordo com outras projeções disponíveis, o que compara com 1.4%, segundo as projeções dos especialistas do Eurosistema. Presentemente, todas as previsões disponíveis estão dentro dos intervalos avançados nas projeções do Eurosistema, indicados no quadro.

© Banco Central Europeu, 2014

Morada: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Alemanha

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

Telefone: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Todos os direitos reservados.

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