



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

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

*A expectativa é de que a recuperação económica na área do euro prossiga. Projeta-se que o produto interno bruto (PIB) real aumente 1.5% em 2015, 1.7% em 2016 e 1.9% em 2017. As perspetivas globais permanecem, de um modo geral, inalteradas em comparação com o exercício precedente, sendo, porém, mais fortes as perspetivas para a procura interna e mais fracas as perspetivas para a procura externa. Espera-se que a inflação registe uma subida ao longo do horizonte de projeção, situando-se em 1.6% em 2017. As perspetivas para a inflação foram revistas ligeiramente em baixa, refletindo sobretudo preços do petróleo mais baixos.*

**Espera-se que diversos fatores favoráveis continuem a apoiar uma retoma impulsionada pela procura interna em 2016 e 2017.** A orientação acomodatória da política monetária do Banco Central Europeu (BCE) continua a ser transmitida à economia, como evidenciado por uma nova pequena redução da restritividade das condições de concessão de empréstimos, pela recente inflexão dos volumes de crédito e pela depreciação da taxa de câmbio efetiva do euro. Os preços baixos do petróleo deverão apoiar tanto o consumo como o investimento. Além disso, a procura interna beneficiará de uma ligeira menor restritividade orçamental, também em virtude do recente afluxo de refugiados, o qual se espera que gere um consumo público adicional e transferências para as famílias. Dado esperar-se que as necessidades de desalavancagem do setor privado diminuam, a procura interna deverá registar um fortalecimento nos próximos anos através do acelerador do investimento. Acresce que as melhorias continuadas do mercado de trabalho deverão apoiar o consumo. Em contrapartida, espera-se que o apoio proporcionado pela recuperação mundial à atividade na área do euro permaneça mais fraco, refletindo, em larga escala, um crescimento fraco das economias dos mercados emergentes.

**De acordo com as projeções, a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) subirá para 1.0% em 2016 e 1.6% em 2017.** Espera-se que a evolução da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC desempenhe um papel importante na definição do perfil da inflação medida pelo IHPC durante o horizonte de projeção. Projeta-se que fortes efeitos de base em sentido ascendente na viragem do ano e no segundo semestre de 2016, a par dos pressupostos aumentos dos preços do petróleo (em conformidade com os preços dos futuros) até 2017, levem a uma subida substancial da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC face às atuais taxas negativas. Além disso, a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares deverá registar um fortalecimento gradual ao longo do horizonte de projeção. Espera-se que os aumentos dos salários e das margens de lucro impulsionem a inflação subjacente, à medida que a recuperação económica for ganhando dinamismo. Acresce que a descida considerável da taxa de câmbio do euro deverá continuar a repercutir-se na inflação medida pelo IHPC.

<sup>1</sup> 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 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 Web do BCE. A data de fecho relativa a pressupostos técnicos como os preços do petróleo e as taxas de câmbio foi 12 de novembro de 2015 (ver Caixa 3). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício foi 19 de novembro de 2015.

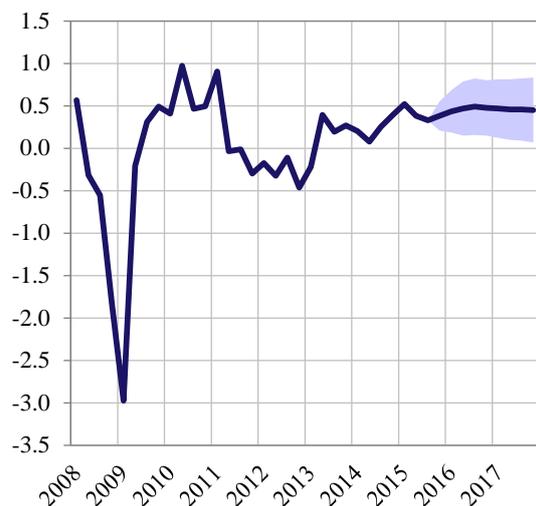
O exercício de projeção macroeconómica atual abrange o período de 2015 a 2017. Projeções para um período com um horizonte tão alargado estão sujeitas a uma incerteza muito elevada, facto que é necessário ter em conta na sua interpretação. Ver o artigo dedicado a uma avaliação das projeções macroeconómicas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

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

(dados trimestrais)

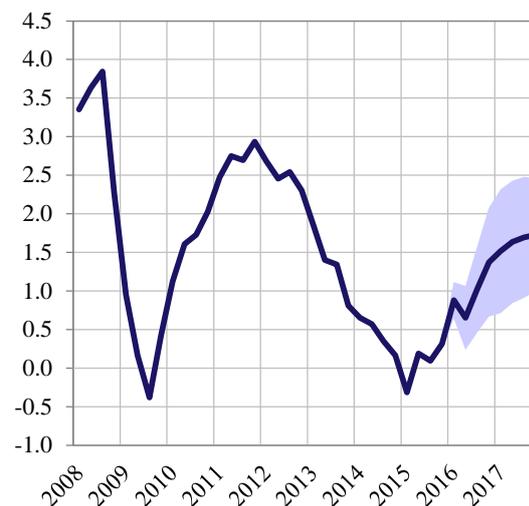
### PIB real da área do euro<sup>2)</sup>

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

2) Dados corrigidos de dias úteis.

## 2. ECONOMIA REAL

**A recuperação da atividade na área do euro deverá prosseguir, sendo, ao longo do horizonte de projeção, cada vez mais apoiada pela procura interna.** O PIB real aumentou 0.3% no terceiro trimestre de 2015. Numa análise prospetiva, a confiança das empresas e dos consumidores permaneceu elevada nos últimos meses, indicando um crescimento firme no curto prazo. Para além do curto prazo, espera-se que uma série de fatores favoráveis apoie o crescimento real do PIB no decurso do horizonte de projeção, designadamente a orientação acomodatória da política monetária, uma ligeira menor restritividade orçamental, preços do petróleo baixos e uma melhoria gradual das perspetivas para a procura mundial, conjugada com um aumento das quotas de mercado das exportações, refletindo a taxa de câmbio efetiva do euro comparativamente fraca.

**Espera-se que as despesas de consumo privado continuem a ser o principal fator impulsionador da retoma.** O rendimento disponível nominal deverá acelerar ao longo do horizonte de projeção, apoiado por rendimentos salariais crescentes – num contexto de crescimento robusto do emprego e de crescimento cada vez maior da remuneração nominal por trabalhador –, assim como pela aceleração de outros rendimentos pessoais. Além disso, transferências mais elevadas e impostos diretos mais baixos aumentarão o rendimento das famílias em 2016. Espera-se que o crescimento do rendimento disponível real permaneça resiliente em 2016, perdendo depois dinamismo em 2017, devido a uma subida dos preços no consumidor. Os baixos custos de financiamento e o aumento do património líquido das famílias, reforçados pelo programa de compra de ativos, deverão apoiar o consumo privado, embora o enquadramento de taxas de juro baixas também pese sobre o rendimento disponível por meio de receitas de juros mais reduzidas. De um modo geral, projeta-se que o crescimento anual do consumo privado se situe, em média, em 1.7% no período de 2015 a 2017, após um aumento de 0.8% em 2014.

**O rácio de poupança deverá permanecer globalmente estável no curto prazo, registando uma ligeira diminuição em 2017.** Projeta-se que aumente um pouco em 2015, refletindo alguma inércia no ajustamento do consumo aos ganhos no rendimento disponível real relacionados com os preços do petróleo. Em 2016, deverá manter-se praticamente inalterado, apresentando depois uma pequena diminuição em 2017. Em determinados países, espera-se que os níveis elevados de desemprego e de dívida bruta continuem a exercer alguma pressão em sentido ascendente sobre a poupança, ao passo que o nível muito baixo das taxas de juro poderá implicar uma necessidade de poupança adicional em alguns países. Todavia, com o tempo, deverá prevalecer um conjunto de pressões em sentido descendente sobre a poupança. Primeiro, o consumo das famílias deverá subir gradualmente face ao aumento do rendimento disponível decorrente da queda dos preços do petróleo. Segundo, a diminuição progressiva do desemprego deverá traduzir-se numa menor poupança por motivos de precaução, permitindo às famílias efetuar grandes compras, potencialmente adiadas antes. Por último, rendimentos de juros muito baixos tendem a desencorajar a poupança via um efeito de substituição intertemporal.

**O investimento residencial na área do euro deverá aumentar, partindo, no entanto, de um nível muito baixo.** Dados revistos apontam para um investimento residencial ligeiramente mais vigoroso no primeiro semestre de 2015. Numa análise prospetiva, o investimento residencial deverá ganhar dinamismo ao longo do horizonte de projeção, apoiado pelo crescimento sustentado do rendimento disponível real, por taxas hipotecárias muito baixas e por condições de financiamento menos restritivas, reforçadas pelo programa de compra de ativos. Tal deverá resultar num crescimento mais robusto dos empréstimos às famílias, apoiando o investimento residencial. Ainda assim, é provável que os níveis elevados de dívida das famílias e efeitos demográficos desfavoráveis em alguns países da área do euro obstem a um aumento mais forte do investimento residencial.

**O investimento empresarial deverá ganhar dinamismo gradualmente, apoiado por uma melhoria das condições de financiamento e pela retoma cíclica.** A orientação acomodatória da política monetária, efeitos de acelerador no contexto do projetado fortalecimento da procura interna e externa, a necessidade de modernizar o *stock* de capital após vários anos de investimento fraco, medidas orçamentais em alguns países e um robustecimento das margens de lucro no setor das sociedades não financeiras, já caracterizado por uma liquidez elevada, deverão apoiar as despesas de capital. Além disso, no horizonte de projeção, a pressão geral exercida pela desalavancagem das empresas na área do euro deverá ser menos limitativa do investimento empresarial do que antes. Com efeito, na maioria dos países, os rácios da dívida em relação aos fundos próprios diminuíram substancialmente, face aos valores máximos registados durante a crise financeira, e situam-se em mínimos históricos. Contudo, a recuperação do investimento das empresas ainda será travada pelos estrangulamentos financeiros remanescentes e pelos elevados níveis de endividamento em alguns países, bem como por expectativas de crescimento do produto potencial mais fracas do que anteriormente.

**No que se refere à orientação orçamental, determinada com base na variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido de apoio estatal ao setor financeiro, espera-se que dê um contributo ligeiramente positivo para a procura no horizonte de projeção.** Após medidas orçamentais discricionárias ligeiramente mais restritivas em 2015, pressupõe-se que se verificará uma redução da restritividade em 2016 e que as medidas orçamentais sejam neutras em 2017<sup>2</sup>. Quanto ao crescimento do investimento público real, espera-se que ganhe algum dinamismo em 2016 e registe nova aceleração em 2017, ao passo que, no tocante ao consumo público, se pressupõe que apresente um ritmo de crescimento relativamente forte. Espera-se que o afluxo de refugiados contribua para uma menor restritividade da orientação da política orçamental na área do euro (ver Caixa 2).

**A procura externa da área do euro deverá ser debilitada por um crescimento fraco nos mercados emergentes e por um crescimento mundial com uma intensidade do comércio baixa. Projeta-se, porém, que registe uma recuperação gradual ao longo do horizonte de projeção (ver Caixa 1).**

---

<sup>2</sup> Os pressupostos orçamentais refletem a informação incluída nas leis orçamentais para 2016, assim como outras informações pertinentes disponíveis em 19 de novembro 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.

Embora seja esperado um fortalecimento gradual da procura externa da área do euro durante o horizonte de projeção, o seu ritmo será lento, devido ao crescimento fraco das importações nas economias dos mercados emergentes. Projeta-se que esse ritmo fique muito aquém do anterior à crise, refletindo uma atividade mundial mais reduzida e uma menor elasticidade do comércio mundial ao crescimento, especialmente nas economias dos mercados emergentes.

**O crescimento das exportações extra-área do euro deverá aumentar no horizonte de projeção.**

Projeta-se que o ritmo de crescimento das exportações extra-área do euro continue a exceder o do crescimento da procura externa ao longo do horizonte de projeção, com as exportações a beneficiarem dos efeitos desfasados da depreciação da taxa de câmbio efetiva do euro e de ganhos de competitividade. O crescimento das importações extra-área do euro deverá permanecer relativamente comedido durante o horizonte de projeção, espelhando uma composição da procura total dominada por componentes de despesa com um conteúdo de importações baixo, como, por exemplo, o consumo público e o consumo privado. O excedente da balança corrente deverá subir de 2.4% do PIB em 2014 para 3.0% em 2015, abrandonando depois para 2.9% em 2016 e 2.7% em 2017.

**O desvio negativo do produto deverá diminuir, no contexto de um crescimento moderado do produto potencial.** Estima-se que o crescimento do produto potencial se situe apenas em torno de 1% ao longo do horizonte de projeção, permanecendo claramente abaixo do nível observado antes da crise. Dada a projeção de um crescimento real do PIB acima do potencial, espera-se que o desvio negativo do produto registre um estreitamento substancial até ao final do horizonte de projeção.

#### Caixa 1

#### ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

**A economia mundial prossegue uma trajetória de recuperação gradual, mas o ritmo da expansão económica permanece modesto.** Os indicadores da atividade mundial e os dados nacionais disponíveis apontam para a continuação de um crescimento mundial moderado no terceiro trimestre de 2015. Numa análise prospetiva, a atividade mundial deverá manter uma trajetória gradual, ainda que irregular, de recuperação modesta, impulsionada por perspetivas de crescimento resiliente na maioria das economias avançadas, continuando as perspetivas relativas às economias dos mercados emergentes a ser fracas em termos históricos. Os preços baixos do petróleo, as condições de financiamento favoráveis, a melhoria dos mercados de trabalho e da confiança, assim como a diminuição dos fatores adversos decorrentes da desalavancagem do setor privado e da consolidação orçamental deverão apoiar as perspetivas referentes às economias avançadas. Em contraste, as perspetivas de médio prazo para as economias dos mercados emergentes são mais heterogéneas. Ainda que o reforço da procura nas economias avançadas deva apoiar a recuperação da atividade económica, obstáculos estruturais e desequilíbrios macroeconómicos em várias economias dos mercados emergentes de grande dimensão continuam a refrear as perspetivas de crescimento nessas economias. Paralelamente, algumas destas economias estão a ajustar-se a preços das matérias-primas mais baixos e a condições de financiamento externo mais restritivas antes da normalização da política monetária dos Estados Unidos, embora a incerteza política em algumas delas permaneça elevada. Projeta-se que o crescimento mundial (excluindo a área do euro) registre uma aceleração gradual, passando de 3.1% em 2015 para 3.6% em 2016 e aproximadamente 3.9% em 2017. Tal implica uma revisão em baixa de 0.1 pontos percentuais em 2015 e de 0.2 pontos percentuais em 2016, em comparação com as projeções publicadas em setembro.

**O comércio mundial foi extremamente fraco no primeiro semestre de 2015, mas espera-se que registre um fortalecimento gradual.** Os dados sobre o comércio mundial relativos ao primeiro semestre de 2015 foram objeto de uma acentuada revisão em baixa, apresentando agora uma contração mais pronunciada. Apesar de a descida significativa das importações na Rússia e no Brasil neste período poder, em parte, ser explicada, pela queda da procura interna e pela depreciação da taxa de câmbio, a evolução de outras economias (incluindo o Reino Unido, o Japão e a China) parece refletir sobretudo “ruído” nos dados do comércio. Indicadores do comércio recentes sugerem alguma estabilização no terceiro trimestre de 2015, mas é provável que prevaleça um dinamismo globalmente fraco no curto prazo. Numa análise

prospetiva, espera-se que o comércio mundial registre um fortalecimento gradual, em consonância com a retoma da atividade mundial, embora claramente não recupere o dinamismo observado antes da crise financeira. De um modo geral, projeta-se que, em relação ao PIB mundial, as importações mundiais e a procura externa da área do euro apresentem um perfil bastante fraco ao longo do horizonte de projeção. Espera-se que o crescimento da procura externa da área do euro aumente de -0.1% em 2015 para 2.7% em 2016 e 3.8% em 2017. Em comparação com as projeções publicadas em setembro, tal representa uma revisão em baixa de 1.6 pontos percentuais em 2015, 0.7 pontos percentuais em 2016 e 0.3 pontos percentuais em 2017.

### Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2015				Setembro de 2015			Revisões desde setembro de 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.7	3.1	3.6	3.9	3.2	3.8	4.0	-0.1	-0.2	0.0
Comércio mundial (excluindo a área do euro) <sup>1)</sup>	3.2	0.5	2.9	3.8	1.4	3.3	4.1	-0.9	-0.5	-0.3
Procura externa da área do euro <sup>2)</sup>	3.3	-0.1	2.7	3.8	1.5	3.3	4.1	-1.6	-0.7	-0.3

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

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

**A melhoria das condições no mercado de trabalho da área do euro deverá prosseguir ao longo do horizonte de projeção.** Espera-se que o número de empregados mantenha um forte dinamismo no segundo semestre de 2015. De acordo com as projeções, deverá continuar a aumentar em 2016 e 2017, impulsionado sobretudo pela recuperação económica, por incentivos orçamentais em alguns países, pela moderação salarial, por anteriores reformas dos mercados de trabalho e pela integração gradual dos refugiados no mercado de trabalho. Quanto ao número de horas trabalhadas por indivíduo empregado, projeta-se que aumente ligeiramente ao longo do horizonte de projeção, mas que permaneça muito inferior aos níveis observados antes da crise. Esta evolução ao nível do emprego implica uma recuperação do crescimento da produtividade do trabalho de 0.3% em 2014 para 0.9% em 2017, em conformidade com o seu padrão pró-cíclico tradicional. Espera-se que a população ativa registre uma expansão mais acentuada do que antes considerado, sendo o seu aumento de 0.5% tanto em 2016 como em 2017, após taxas de crescimento anuais de 0.2% em 2014 e 2015, espelhando o afluxo continuado de refugiados (ver Caixa 2) e o desvanecimento de efeitos de desencorajamento. A taxa de desemprego deverá diminuir para 10.1% em 2017, permanecendo ainda bastante acima do nível pré-crise (7.5% em 2007).

**Em comparação com as projeções de setembro, as perspetivas de crescimento real do PIB permanecem, em geral, inalteradas.** Uma ligeira revisão em alta em 2015 reflete principalmente resultados mais fortes no segundo trimestre de 2015. As perspetivas praticamente não revistas para 2016 e 2017 refletem dois fatores compensatórios: por um lado, perspetivas mais resilientes no tocante ao consumo privado e a um maior consumo público, devido, entre outros aspetos, a medidas orçamentais tomadas em resposta ao afluxo de refugiados e, por outro lado, perspetivas mais fracas para as exportações, em virtude da menor procura externa.

## IMPACTO DO AFLUXO DE REFUGIADOS NA ECONOMIA DA ÁREA DO EURO

**A área do euro regista atualmente um afluxo de refugiados sem precedentes.** De acordo com o Alto Comissariado das Nações Unidas para os Refugiados, até ao final de novembro de 2015, cerca de 850 000 refugiados tinham atravessado o Mediterrâneo, implicando fluxos muito superiores aos observados durante a crise nos Balcãs, no início da década de 1990. Nas presentes projeções, partiu-se do pressuposto de que, até 2017, provavelmente chegarão à área do euro mais 2.4 milhões de refugiados (menos de 1% da população da área do euro), em comparação com as projeções publicadas em junho de 2015.

**A avaliação do impacto do afluxo de refugiados na economia real e nas finanças públicas reveste-se de uma incerteza muito elevada.** O número de refugiados e as características destes em termos de competências são ainda pouco claros. Além disso, o número de familiares que chegarão mais tarde é, em grande medida, imprevisível. A distribuição dos refugiados pelos vários países da área do euro também ainda não é evidente. Acresce que as políticas nacionais em matéria de asilo, com implicações macroeconómicas e orçamentais, estão presentemente a ser ajustadas.

**O impacto macroeconómico no lado da oferta está fundamentalmente dependente da participação e da rapidez de entrada dos refugiados no mercado de trabalho.** O processo de entrada dos refugiados no mercado de trabalho formal do país de acolhimento é geralmente moroso. Os refugiados precisam, primeiro, de obter asilo e, por vezes, autorização de trabalho, bem como de adquirir competências linguísticas e de conseguir o reconhecimento das suas competências profissionais. Embora, devido a restrições de ordem prática e jurídica, demore, em média, um mínimo seis meses para os refugiados entrarem no mercado de trabalho na área do euro, verificam-se grandes diferenças entre países e, na prática, podem passar vários anos até que muitos dos refugiados encontrem um emprego estável. Nas projeções de referência para a área do euro, pressupõe-se que os refugiados que chegam são predominantemente jovens e competem com os trabalhadores residentes nos níveis mais baixos da escala salarial e de competências. Além disso, parte-se do pressuposto de que apenas um quarto de todos os refugiados integrará a população ativa até ao final do horizonte de projeção.

**O impacto macroeconómico de curto a médio prazo do afluxo de refugiados funciona através dos canais tanto da procura como da oferta.** Inicialmente, um choque positivo do lado da procura por via de um maior consumo privado e público aumentaria os preços e o produto, apoiado por uma poupança relativamente baixa e uma propensão a consumir elevada entre os refugiados. A magnitude deste choque poderá depender igualmente do montante das remessas transferidas pelos refugiados para os respetivos países de origem. Ao mesmo tempo, em alguns países, a economia poderá ser negativamente afetada por uma deterioração da confiança dos consumidores e das empresas. Tal poderá refletir preocupações quanto à integração dos refugiados em detrimento das perspetivas laborais dos residentes – na medida em que os refugiados não preenchem as vagas disponíveis – e quanto à possibilidade de o setor turístico dos países do Sul da Europa que recebem um elevado número de refugiados ser adversamente afetado. Com a entrada de alguns refugiados no mercado de trabalho, a remuneração por trabalhador e a produtividade poderão ser enfraquecidas, em virtude do número crescente de trabalhadores menos qualificados e com remunerações mais baixas. Contudo, no curto prazo, a inflação poderá efetivamente aumentar face à projeção de referência (que não inclui o impacto dos refugiados adicionais), devido a uma procura interna mais elevada, a uma produtividade inferior e a um aumento dos preços de arrendamento de imóveis para habitação. Posteriormente, as tendências ascendentes da oferta de trabalho e do emprego poderão gerar um maior crescimento, através de um consumo privado e de um investimento na habitação mais fortes. A mais longo prazo, o crescimento do produto potencial poderá também beneficiar.

**O impacto no emprego, no produto e nos preços é diferenciado nos vários países e, em geral, é provável que seja modesto na projeção de referência para a área do euro. No entanto, os efeitos orçamentais serão notórios.** O impacto orçamental do afluxo de refugiados deverá refletir-se na despesa pública com alimentação e alojamento, com subsídios monetários para os refugiados e, em menor escala, com o aumento do consumo público relacionado, entre outros aspetos, com despesas de educação, saúde e integração, mais em geral. Os esperados efeitos orçamentais de curto prazo refletem o facto de que, não obstante algumas indicações de necessidades adicionais em termos de alojamento, não há evidência de

um considerável maior investimento público. O afluxo de refugiados deverá contribuir para uma restritividade da orientação orçamental na área do euro menor do que em projeções anteriores. O impacto orçamental nas finanças públicas deverá durar ao longo de todo o horizonte de projeção nos países mais afetados. À exceção de um ou outro país, em que se espera que os custos (limitados) adicionais decorrentes do acolhimento de refugiados sejam cobertos mediante uma redefinição das prioridades da despesa ou recorrendo a reservas, tal despesa deverá aumentar os défices públicos, sobretudo atendendo a que o Pacto de Estabilidade e Crescimento permite alguma flexibilidade neste domínio. A mais longo prazo, o impacto orçamental poderá ser mais favorável, sendo que tal depende essencialmente do momento e do grau de integração dos refugiados no mercado de trabalho.

### Caixa 3

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

**Em comparação com as projeções de setembro, as variações em termos de pressupostos técnicos incluem preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas denominados em dólares dos Estados Unidos mais baixos, uma pequena apreciação da taxa de câmbio efetiva do euro e taxas de juro mais baixas na área do euro.**

**Os pressupostos técnicos relativos às taxas de juro e aos preços das matérias-primas têm por base as expectativas do mercado, com uma data de fecho da informação de 12 de novembro de 2015.** As taxas de curto prazo referem-se à EURIBOR a três meses, sendo as expectativas do mercado determinadas a partir das taxas dos contratos de futuros. Seguindo esta metodologia, obtém-se para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de 0.0% em 2015, -0.2% em 2016 e -0.1% em 2017. As expectativas do mercado quanto às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos na área do euro implicam um nível médio de 1.2% em 2015, 1.4% em 2016 e 1.7% 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 compósitas aplicadas aos empréstimos ao setor privado não financeiro da área do euro permaneçam globalmente estáveis em 2016, registando depois uma subida modesta no decurso de 2017. No que respeita aos preços das matérias-primas, com base na trajetória implícita nos mercados de futuros na quinzena finda na data de fecho da informação de 12 de novembro, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent aumente face ao nível de USD 45 prevalecente na data de fecho da informação, subindo para USD 52.2 em 2016 e USD 57.5 em 2017. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que sigam uma trajetória ascendente<sup>2</sup>. Em relação às taxas de câmbio bilaterais, parte-se do pressuposto de que, durante o horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevalecentes no período de duas semanas findo na data de fecho da informação de 12 de novembro. Tal implica uma taxa de câmbio de USD 1.09 por euro, ao longo do horizonte de projeção.

## Pressupostos técnicos

	Dezembro de 2015				Setembro de 2015			Revisões desde setembro de 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.2	-0.2
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	2.0	1.2	1.4	1.7	1.3	1.6	1.8	-0.1	-0.2	-0.1
Preço do petróleo (USD/barril)	98.9	53.8	52.2	57.5	55.3	56.1	60.9	-2.7	-6.9	-5.6
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-8.6	-18.7	-5.2	4.1	-19.7	-4.6	4.4	1.0	-0.7	-0.4
Taxa de câmbio USD/EUR	1.33	1.11	1.09	1.09	1.11	1.10	1.10	0.3	-1.0	-1.0
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem)	2.4	-7.1	0.1	0.0	-7.8	0.3	0.0	0.7	-0.2	0.0

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

- 1 O pressuposto relativo às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos da área do euro tem por base a média ponderada das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez 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 dez anos de todas as obrigações da área do euro, sendo a discrepância inicial entre as duas séries mantida constante ao longo do horizonte de projeção. Quanto aos diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública específicas dos países e a média da área do euro correspondente, pressupõe-se que permaneçam constantes durante o horizonte de projeção.
- 2 Os pressupostos referentes aos preços do petróleo e das matérias-primas alimentares têm por base os preços dos futuros até ao final do horizonte de projeção. No tocante aos preços de outras matérias-primas não energéticas e não alimentares, pressupõe-se que sigam os futuros até ao quarto trimestre de 2016, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial.

### 3. PREÇOS E CUSTOS

**A inflação medida pelo IHPC permaneceu próximo de zero ao longo dos últimos meses.** O nível reduzido da inflação global reflete a intensificação das pressões em sentido descendente dos preços dos produtos energéticos, relacionadas com a queda mais recente dos preços do petróleo. Simultaneamente, a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos registou uma ligeira subida nos recentes meses. Tal espelha aumentos das taxas de inflação dos preços dos produtos alimentares e dos produtos industriais não energéticos. A taxa de inflação destes últimos foi impulsionada pela forte depreciação do euro. Em contraste, apesar de alguma volatilidade, a inflação dos preços dos serviços manteve uma trajetória praticamente horizontal durante estes meses, refletindo pressões internas moderadas sobre os custos.

**A inflação medida pelo IHPC deverá ser, em média, de 0.1% em 2015, aumentando posteriormente para 1.0% em 2016 e 1.6% em 2017.** Espera-se que a inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC influencie fortemente o perfil da inflação medida pelo IHPC ao longo do horizonte de projeção. Os significativos efeitos de base em sentido ascendente e os pressupostos aumentos dos preços do petróleo (de acordo com os mercados de futuros) deverão conduzir a uma subida substancial da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC até 2017. A inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos deverá registar um fortalecimento gradual em consonância com os aumentos das pressões internas sobre os custos face ao estreitamento do desvio negativo do produto. São esperados igualmente efeitos em sentido ascendente sobre a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, decorrentes da depreciação significativa do euro e dos efeitos indiretos da pressuposta subida dos preços das matérias-primas durante o horizonte de

projeção. Paralelamente, o impacto dos preços administrados e das alterações nos impostos indiretos sobre a inflação deverá permanecer limitado.

**Espera-se que a depreciação do euro, os efeitos de base em sentido ascendente relacionados com os preços do petróleo e os pressupostos aumentos dos preços das matérias-primas estejam entre os principais fatores impulsionadores da subida da inflação ao longo do horizonte de projeção.** Após vários anos de pressões externas em sentido descendente sobre os preços, os preços das importações deverão aumentar e contribuir para a subida da inflação medida pelo IHPC durante o horizonte de projeção. Projeta-se que o crescimento anual do deflator das importações aumente de -2.0% em 2015 para 0.4% em 2016 e 1.8% em 2017. Um fator determinante subjacente a estes aumentos é o enfraquecimento substancial da taxa de câmbio do euro, cuja transmissão aos preços internos, através dos preços das importações, é tipicamente morosa e se espera que afete os preços internos também em 2016 e 2017. Além disso, os preços das matérias-primas energéticas e não energéticas farão subir a inflação dos preços das importações da área do euro e dos preços no consumidor no decurso do horizonte de projeção.

**As crescentes pressões internas sobre os preços deverão também contribuir para a subida da inflação medida pelo IHPC, em particular perto do final do horizonte de projeção.** A esperada continuação da recuperação económica e o fortalecimento da procura deverão refletir-se em novas melhorias das condições no mercado de trabalho e do poder de fixação de preços das empresas. Neste enquadramento, tanto os salários como as margens de lucro deverão aumentar e contribuir para a intensificação das pressões internas sobre os preços.

**Projeta-se que a diminuição da margem disponível no mercado de trabalho implique um fortalecimento do crescimento da remuneração nominal por trabalhador.** Todavia, espera-se que o crescimento salarial permaneça relativamente moderado. Os fatores que estão a travar o crescimento da remuneração por trabalhador na atual recuperação económica incluem a margem disponível remanescente no mercado de trabalho e o presente contexto de inflação baixa. Os processos de ajustamento em curso com vista a aumentar a competitividade de preços em alguns países da área do euro deverão também ter um impacto redutor no crescimento dos salários. Acresce que as reformas estruturais do mercado de trabalho implementadas no decurso da crise e, potencialmente, também a contenção salarial latente, relacionada com a obrigatória rigidez em sentido descendente dos salários nominais durante a crise, constituem fatores que poderão impedir um aumento do crescimento dos salários na presente retoma. O crescimento dos custos unitários do trabalho deverá continuar a oscilar em torno dos recentes níveis baixos até ao início de 2017, dado que a projetada aceleração cíclica da produtividade compensa a trajetória gradualmente crescente do crescimento dos salários. Posteriormente, uma estabilização do crescimento da produtividade conjugada com uma nova subida do crescimento dos salários implica um fortalecimento do crescimento dos custos unitários do trabalho no decurso de 2017.

**As margens de lucro deverão fortalecer-se com o progresso da recuperação económica.** Espera-se que, ao longo do horizonte de projeção, novas melhorias da procura e decréscimos da margem disponível na economia apoiem o poder de fixação de preços das empresas e a continuação da recuperação recentemente observada nas margens de lucro. Ganhos excecionais relacionados com anteriores quedas fortes dos preços do petróleo e das matérias-primas e a depreciação do euro, devido às estratégias de fixação de preços ao nível dos mercados adotadas pelos exportadores, contribuíram para a recente recuperação dos lucros. Em contrapartida, espera-se que as reformas estruturais do mercado do produto, implementadas durante e após a crise, tenham um impacto atenuante nas margens de lucro, visto esperar-se que tais reformas tenham aumentado o grau de concorrência em alguns mercados. Em termos gerais, após uma evolução fraca prolongada nos últimos anos, as margens de lucro deverão registar uma recuperação no decurso do horizonte de projeção e apresentar, em média, um crescimento em torno de 0.5% por ano, entre 2015 e 2017.

**Em comparação com as projeções publicadas em setembro, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas ligeiramente em sentido descendente.** A revisão em baixa deve-se sobretudo a pressões externas sobre os preços mais fracas, relacionadas com preços do petróleo inferiores ao pressuposto.

## 4. PERSPETIVAS ORÇAMENTAIS

**Projeta-se uma melhoria do saldo das administrações públicas.** A melhoria gradual do rácio do saldo das administrações públicas em relação ao PIB deve-se, em parte, à melhoria cíclica e, em parte, à diminuição das despesas com juros, projetando-se que o saldo primário estrutural se deteriore um pouco em 2016 e permaneça estável em 2017. A projeção é de que, após os aumentos registados até 2014, o rácio da dívida pública em relação ao PIB comece a diminuir a partir de 2015.

**As perspetivas orçamentais permanecem globalmente inalteradas, em comparação com as projeções publicadas em setembro.** O saldo orçamental das administrações públicas foi revisto ligeiramente em alta para 2015 e ligeiramente em baixa para 2017, refletindo variações no grau de consolidação orçamental. A trajetória da dívida apresenta-se mais favorável ao longo do horizonte de projeção, espelhando um diferencial entre crescimento e taxa de juro mais benigno e um efeito positivo do ajustamento défice-dívida.

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

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2015				Setembro de 2015			Revisões desde setembro de 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real <sup>3)</sup>	0.9	1.5	1.7	1.9	1.4	1.7	1.8	0.1	0.0	0.0
		[1.4 – 1.6] <sup>4)</sup>	[1.1 – 2.3] <sup>4)</sup>	[0.9 – 2.9] <sup>4)</sup>	[1.3 – 1.5] <sup>4)</sup>	[0.8 – 2.6] <sup>4)</sup>	[0.6 – 3.0] <sup>4)</sup>			
Consumo privado	0.8	1.6	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7	-0.1	0.2	0.0
Consumo público	0.8	1.4	1.2	1.0	0.7	0.8	0.7	0.7	0.4	0.3
Formação bruta de capital fixo	1.3	2.3	2.8	3.8	2.1	3.4	3.9	0.2	-0.7	-0.1
Exportações <sup>5)</sup>	4.1	4.8	4.0	4.8	4.5	4.9	5.2	0.4	-0.8	-0.4
Importações <sup>5)</sup>	4.5	5.3	4.8	5.3	4.7	5.4	5.7	0.6	-0.7	-0.4
Emprego	0.6	1.0	1.0	1.0	0.7	0.8	0.8	0.2	0.3	0.1
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	11.6	11.0	10.5	10.1	11.0	10.6	10.1	-0.1	-0.1	0.0
IHPC	0.4	0.1	1.0	1.6	0.1	1.1	1.7	0.0	-0.2	0.0
		[0.1 – 0.1] <sup>4)</sup>	[0.5 – 1.5] <sup>4)</sup>	[0.9 – 2.3] <sup>4)</sup>	[0.0 – 0.2] <sup>4)</sup>	[0.5 – 1.7] <sup>4)</sup>	[0.9 – 2.5] <sup>4)</sup>			
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	0.7	0.9	1.3	1.5	0.9	1.3	1.6	0.0	-0.1	-0.1
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	0.8	0.9	1.3	1.6	0.9	1.4	1.6	-0.1	-0.1	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	1.6	0.9	1.4	1.6	0.0	-0.1	0.0
Custos unitários de trabalho	1.1	0.9	0.9	1.2	1.0	0.6	1.1	-0.1	0.2	0.1
Remuneração por trabalhador	1.4	1.4	1.5	2.1	1.6	1.6	2.1	-0.2	0.0	0.0
Produtividade do trabalho	0.3	0.5	0.7	0.9	0.7	1.0	1.0	-0.1	-0.3	-0.1
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-2.6	-2.0	-2.0	-1.8	-2.1	-2.0	-1.7	0.1	0.0	-0.1
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) <sup>7)</sup>	-1.8	-1.7	-1.9	-1.9	-1.8	-1.8	-1.7	0.1	0.0	-0.2
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	92.1	91.1	90.1	88.9	91.6	90.7	89.4	-0.5	-0.7	-0.5
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	2.4	3.0	2.9	2.7	3.0	2.9	2.7	0.0	0.0	0.0

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

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

3) Dados corrigidos de dias úteis.

4) Os intervalos em torno das projeções baseiam-se nas diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado

no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excepcionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE (*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*), publicado em dezembro de 2009 e disponível apenas em língua inglesa no sítio Web do BCE.

5) Incluindo comércio intra-área do euro.

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

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

## 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, examinar 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, é abordada a incerteza quanto aos preços do petróleo e às taxas de câmbio, bem como a sensibilidade das projeções a estas variáveis.

#### 1) Trajetória alternativa dos preços do petróleo

**Modelos alternativos dos preços do petróleo apresentam preços do petróleo um pouco mais elevados em 2016 e 2017 do que os indicados pelos futuros.** Os pressupostos técnicos relativos à evolução dos preços do petróleo subjacentes às projeções de referência, baseados nos mercados de futuros, preveem um aumento dos preços do petróleo no horizonte de projeção (ver Caixa 3). Esta trajetória é coerente com uma ligeira recuperação da procura mundial de petróleo associada a um maior dinamismo da economia mundial e a uma ligeira diminuição do crescimento da oferta de petróleo. Os modelos alternativos a que os especialistas do BCE<sup>1</sup> recorrem para projetar os preços do petróleo no horizonte de projeção sugerem atualmente preços do petróleo ligeiramente mais elevados ao longo do horizonte de projeção do que o considerado nos pressupostos técnicos. Tal seria compatível com uma recuperação ainda mais forte da procura mundial de petróleo a médio prazo e/ou uma quebra mais acentuada do crescimento da oferta de petróleo, devido a um menor investimento no setor petrolífero e, por conseguinte, a uma redução da capacidade de exploração de petróleo em alguns países, em resposta à recente queda dos preços do petróleo. O impacto desta trajetória alternativa, na qual os preços do petróleo aumentariam a um ritmo ligeiramente mais vigoroso e seriam 5.8% superiores aos da projeção de referência até 2017, abrandaria um pouco o crescimento real do PIB (diminuindo este 0.1 pontos percentuais em 2017) e implicaria uma subida algo mais rápida da inflação medida pelo IHPC em 2016 e 2017 (aumentando esta cerca de 0.1 pontos percentuais tanto em 2016 como em 2017).

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

**Verificam-se riscos em sentido ascendente e descendente no tocante à trajetória da taxa de câmbio efetiva do euro.** Os riscos em sentido descendente advêm principalmente da crescente divergência da orientação da política monetária em ambos os lados do Atlântico. Em particular, o reforço da orientação acomodatória da política monetária na área do euro e o aumento da taxa dos fundos federais nos Estados Unidos poderão exercer pressão em baixa adicional sobre o euro. Em contrapartida, a taxa de câmbio do euro poderá estar sujeita a riscos em sentido ascendente resultantes das crescentes preocupações quanto ao crescimento nas economias dos mercados emergentes e, em especial, na China. O consequente aumento da volatilidade do mercado poderá conduzir a uma apreciação do euro, devido ao fecho de posições de *carry trade* de montante elevado.

**A fim de ilustrar os riscos relacionados para as projeções, a presente análise de sensibilidade inclui duas trajetórias alternativas da taxa de câmbio do euro.** A primeira trajetória foi calculada a partir do percentil 25 da distribuição obtida através das densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções no que respeita à taxa de câmbio USD/EUR em 12 de novembro de 2015. Comporta uma depreciação gradual do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a taxa de câmbio USD/EUR a ser de 0.99 em 2017, valor que é 8.1% inferior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. A segunda trajetória foi calculada a partir do percentil 75 da mesma distribuição e implica uma apreciação gradual do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a taxa de câmbio USD/EUR a ser de 1.18 em 2017, valor que é 8.9% superior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. Os pressupostos correspondentes relativos à taxa de câmbio efetiva nominal (TCEN-38) refletem regularidades históricas, segundo as quais variações na taxa de câmbio USD/EUR correspondem a variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de cerca de 52%. No caso da depreciação, tal resulta numa divergência gradual em sentido descendente da TCEN-38 em relação à projeção de referência, sendo o seu nível 4.3% mais baixo do que a projeção de referência em 2017. No caso da apreciação, a divergência implícita em sentido ascendente da TCEN-38 situa-a num nível 4.5% mais alto do que a projeção de referência em 2017.

**Em ambos os cenários, os resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados por especialistas indicam efeitos relativamente fortes sobre o crescimento real do PIB e a inflação medida pelo IHPC em 2016 e 2017.** Os resultados referentes à depreciação do euro apontam para uma inflação medida pelo IHPC mais elevada (aumentando esta 0.1 a 0.3 pontos percentuais em 2016 e 0.3 a 0.5 pontos percentuais em 2017) e um aumento do crescimento real do PIB (subindo este 0.1 a 0.2 pontos percentuais em 2016 e 0.2 a 0.3 pontos percentuais em 2017). Com o sinal oposto, os resultados da apreciação do euro são semelhantes.

1 Ver a combinação de quatro modelos apresentada no artigo, intitulado “*Forecasting the price of oil*” (não disponível em língua portuguesa), publicado no Boletim Económico Número 4/2015 do BCE.

## 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 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 o quadro a seguir). Como assinalado no quadro, os valores avançados na maioria das previsões atualmente disponíveis de outras instituições não diferem muito das previsões pontuais contidas nas projeções macroeconómicas de dezembro para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema e estão perfeitamente dentro dos intervalos (apresentados entre parêntesis retos no quadro) em torno destas projeções.

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

(variação anual, em percentagem)

	Data de publicação	Crescimento do PIB			Inflação medida pelo IHPC		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projeções dos especialistas do BCE	Dezembro de 2015	1.5	1.7	1.9	0.1	1.0	1.6
		[1.4 – 1.6]	[1.1 – 2.3]	[0.9 – 2.9]	[0.1 – 0.1]	[0.5 – 1.5]	[0.9 – 2.3]
Comissão Europeia	Novembro de 2015	1.6	1.8	1.9	0.1	1.0	1.6
OCDE	Novembro de 2015	1.5	1.8	1.9	0.1	0.9	1.3
Barómetro da Zona Euro	Novembro de 2015	1.5	1.7	1.8	0.1	1.0	1.5
Previsões da Consensus Economics	Novembro de 2015	1.5	1.8	1.6	0.1	1.1	1.5
Inquérito a Analistas Profissionais	Novembro de 2015	1.5	1.7	1.8	0.1	1.0	1.5
FMI	Outubro de 2015	1.5	1.6	1.7	0.2	1.0	1.3

Fontes: Previsões Económicas Europeias do outono de 2015, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook*, de outubro de 2015, do FMI; *Economic Outlook*, de novembro de 2015, 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 Eurosistema e do BCE apresentam taxas de crescimento anuais corrigidas de dias úteis, ao passo que a Comissão Europeia e o FMI apresentam taxas de crescimento anuais não corrigidas de dias úteis por ano. As outras previsões não especificam se foram ou não utilizados dados corrigidos de dias úteis.

© Banco Central Europeu, 2015

Endereço postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemanha

Telefone: +49 69 1344 0

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.