



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

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

A atividade revelou-se mais fraca do que o esperado no início do ano, devido sobretudo a um crescimento inesperadamente comedido do investimento e das exportações. De acordo com as projeções, a atual fase de crescimento modesto prolongar-se-á a 2015. Contudo, vários fatores externos e internos favoráveis, incluindo a orientação muito acomodatória da política monetária na área do euro – reforçada pelas medidas convencionais e não convencionais adotadas em junho e setembro de 2014 –, deverão assumir o primeiro plano em 2015, esperando-se que, subsequentemente, o crescimento real do produto interno bruto (PIB) adquira um ritmo um pouco mais acelerado. Projeta-se que o PIB real aumente 0.8% em 2014, 1.0% em 2015 e 1.5% em 2016. Dado que estas taxas excedem cada vez mais o crescimento potencial estimado, o desvio do produto diminuirá lentamente ao longo do horizonte de projeção, mas continuará a ser negativo em 2016. As perspectivas relativas ao crescimento real do PIB foram objeto de revisões em baixa substanciais, em relação às projeções publicadas na edição de setembro de 2014 do Boletim Mensal.

No que respeita à inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) na área do euro, projeta-se que permaneça baixa no curto prazo, subindo apenas de forma gradual durante o horizonte de projeção, e que se situe, em média, em 0.5% em 2014, 0.7% em 2015 e 1.3% em 2016. A recente queda dos preços do petróleo atenuou significativamente as perspectivas para a inflação no curto prazo. No entanto, espera-se que a redução gradual do desvio negativo do produto e as crescentes pressões externas sobre os preços, reforçadas pela taxa de câmbio do euro mais baixa, apoiem um aumento da inflação medida pelo IHPC no decurso do horizonte de projeção. A margem disponível remanescente na economia impedirá, porém, uma subida forte da inflação. Em comparação com as projeções publicadas na edição de setembro de 2014 do Boletim Mensal, as perspectivas para a inflação medida pelo IHPC foram objeto de uma revisão em baixa significativa.

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. Importa, ainda, salientar que as recentes medidas de política monetária não convencionais foram tomadas em consideração neste exercício de projeção, apenas se já afetaram as variáveis financeiras, não tendo sido incorporados outros canais de transmissão. Por conseguinte, é muito provável que a projeção de referência subestime o impacto dos pacotes de medidas de política monetária.

ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

De acordo com as projeções, a recuperação mundial continuará a ganhar força, embora de modo gradual, e o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) registará um aumento ao longo do horizonte de projeção, passando de 3.6% em 2014 para 4.2% em 2016. Espera-se, contudo, que a retoma permaneça desigual entre regiões. Após uma atividade bastante fraca no início de 2014, o dinamismo de

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 da economia 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 20 de novembro de 2014.

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

crescimento em algumas economias avançadas não pertencentes à área do euro tem vindo, em geral, a ganhar firmeza. Em contraste, o dinamismo do crescimento nos mercados emergentes permaneceu globalmente comedido, com alguma divergência entre regiões. Para além do curto prazo, a atividade mundial deverá registar um fortalecimento gradual, mas continua a esperar-se que a recuperação permaneça modesta. Enquanto algumas das principais economias avançadas beneficiam de uma diminuição dos fatores adversos, os crescentes desafios estruturais e a maior restritividade das condições financeiras tornam improvável que as economias emergentes regressem às taxas de crescimento registadas antes da crise.

O dinamismo do comércio mundial permaneceu fraco no primeiro semestre do ano. Todavia, espera-se que o crescimento do comércio mundial (excluindo a área do euro) tenha atingido um valor mínimo no segundo trimestre, projetando-se que registre um aumento ao longo do horizonte de projeção, passando de 2.7% em 2014 para 5.2% em 2016. A expectativa é de que, no final do horizonte de projeção, a elasticidade do comércio mundial em relação à atividade continue a ser inferior à observada antes da crise. 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, projeta-se que o crescimento da procura externa da área do euro seja algo mais fraco do que o do comércio mundial (ver Quadro 1).

Quadro 1: Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2014				Setembro de 2014			Revisões desde setembro de 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3.7	3.6	4.0	4.2	3.7	4.2	4.3	-0.1	-0.1	-0.1
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	3.4	2.7	3.9	5.2	3.9	5.5	5.9	-1.2	-1.6	-0.7
Procura externa da área do euro ²⁾	2.9	2.3	3.4	4.9	3.5	5.0	5.6	-1.2	-1.6	-0.6

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.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas na edição de setembro de 2014 do Boletim Mensal, as perspetivas quanto ao crescimento mundial foram revistas ligeiramente em sentido descendente, tendo as perspetivas referentes à procura externa da área do euro sido objeto de uma revisão em baixa mais significativa. As revisões das perspetivas relativas à procura externa da área do euro refletem resultados inferiores e uma revisão em baixa (para próximo do seu nível de longo prazo) da trajetória de aumento da elasticidade do comércio mundial em relação à atividade, a fim de ter em conta anteriores erros de previsão.

Caixa 1

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

Os pressupostos técnicos relativos às taxas de juro e aos preços das matérias-primas têm por base as expectativas do mercado, com uma data de fecho da informação de 13 de novembro de 2014. As taxas de curto prazo referem-se à taxa EURIBOR a três meses, sendo as expectativas do mercado determinadas a partir das taxas dos contratos de futuros. Seguindo esta metodologia, obtém-se para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de 0.2% em 2014 e de 0.1% em 2015 e 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 2.0% em 2014, 1.8% em 2015 e 2.1% 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 compósitas aplicadas aos empréstimos ao setor privado não

financeiro da área do euro apresentem uma ligeira diminuição em 2014 e 2015, registando posteriormente uma subida modesta no decurso de 2016.

Em relação aos preços das matérias-primas, com base na trajetória implícita nos mercados de futuros na quinzena finda na data de fecho da informação de 13 de novembro, pressupõe-se que o preço do barril de petróleo bruto Brent desça de USD 102.6 no terceiro trimestre de 2014, para USD 85.6 em 2015, antes de subir para USD 88.5 em 2016. Em termos dos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que diminuam substancialmente em 2014 e 2015, aumentando depois em 2016².

Relativamente às taxas de câmbio bilaterais, parte-se do pressuposto de que, ao longo do horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevalentes no período de duas semanas findo em 13 de novembro de 2014, a data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio USD/EUR de 1.33 em 2014 e de 1.25 em 2015 e 2016.

Pressupostos técnicos

	Dezembro de 2014				Setembro de 2014			Revisões desde setembro de 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.0	-0.1	-0.1
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos (em percentagem por ano)	2.9	2.0	1.8	2.1	2.3	2.2	2.5	-0.2	-0.4	-0.4
Preço do petróleo (USD/barril)	108.8	101.2	85.6	88.5	107.4	105.3	102.7	-5.7	-18.8	-13.8
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-5.0	-6.3	-4.8	3.8	-4.8	0.1	4.4	-1.5	-4.9	-0.6
Taxa de câmbio USD/EUR	1.33	1.33	1.25	1.25	1.36	1.34	1.34	-1.9	-6.7	-6.7
Taxa de câmbio efetiva (TCE20) nominal do euro (variação anual, em percentagem)	3.8	0.5	-2.8	0.0	1.4	-0.8	0.0	-0.9	-2.0	0.0

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

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

Os pressupostos orçamentais refletem a execução orçamental em 2014, informação incluída nas leis orçamentais planeadas ou já aprovadas para 2015, nos projetos de planos orçamentais apresentados no quadro do Semestre Europeu e nos planos orçamentais nacionais de médio prazo que estavam disponíveis em 20 de novembro 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, a informação sobre a execução orçamental em 2014 e as medidas orçamentais programadas para 2015 denotam uma política orçamental discricionária praticamente neutra a nível da área do euro. As medidas de consolidação orçamental em alguns países são globalmente compensadas por cortes nos impostos diretos em vários países e por aumentos da despesa.

Em comparação com a edição de setembro de 2014 do Boletim Mensal, as alterações em termos de pressupostos técnicos incluem preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas em dólares dos Estados Unidos consideravelmente mais reduzidos, uma depreciação da taxa de câmbio efetiva do euro e taxas de juro de curto e de longo prazo mais baixas na área 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 durante o horizonte de projeção.

- 2 Os pressupostos referentes aos preços do petróleo e das matérias-primas alimentares baseiam-se nos 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 sigam os futuros até ao quarto trimestre de 2015, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial. Os preços (em euros) dos produtos agrícolas no produtor na União Europeia, utilizados para a previsão dos preços no consumidor dos produtos alimentares, são projetados partindo de um modelo econométrico que tem em conta a evolução dos preços internacionais das matérias-primas alimentares.

PROJEÇÕES PARA O CRESCIMENTO REAL DO PIB

A evolução económica recente não confirmou a recuperação que era esperada no início do ano. No segundo e terceiro trimestres de 2014, o crescimento real do PIB apresentou-se apenas modesto, na sequência do desvanecimento dos fatores temporários que impulsionaram a atividade no primeiro trimestre. A atividade mais fraca do que o antecipado verificou-se no contexto de uma evolução comedida do comércio mundial, de preocupações crescentes (possivelmente alimentadas pela paragem do processo de reforma económica em alguns países) com as perspetivas de crescimento interno, de tensões geopolíticas persistentes e de uma recuperação mais anémica do que o estimado do investimento residencial em alguns países.

Segundo as projeções, o crescimento real do PIB permanecerá fraco no curto prazo. O impacto dos fatores adversos que dificultaram o crescimento na parte inicial do ano continuará a pesar sobre o crescimento nos próximos trimestres. Tal é evidenciado pelos indicadores de confiança das empresas e dos consumidores, os quais enfraqueceram desde a primavera e cujos níveis apontam agora para uma continuação da atividade, que será, porém, apenas modesta no curto prazo. Em especial, espera-se que a atividade de investimento privado permaneça comedida até inícios de 2015.

Não obstante, diversos fundamentos mantêm-se positivos e apoiam o esperado aumento em 2015 e nos anos seguintes. A procura interna deverá beneficiar da orientação acomodatória da política monetária e do melhor funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária (reforçado pelas recentes medidas convencionais e não convencionais adotadas pelo BCE), bem como de uma orientação orçamental globalmente neutra, após anos de intensificação substancial da restritividade orçamental, e de alguma melhoria das condições de concessão de crédito. Além disso, o consumo privado deverá beneficiar de um aumento do rendimento disponível real, decorrente, em particular, do impacto favorável da descida dos preços das matérias-primas, assim como do crescimento cada vez maior, embora modesto, dos salários e do emprego e, no contexto de uma melhoria do crescimento dos lucros, do aumento de outros rendimentos pessoais (incluindo lucros distribuídos). Acresce que, ao longo do horizonte de projeção, a atividade geral será crescentemente apoiada pelo efeito favorável sobre as exportações de um pressuposto fortalecimento gradual da procura externa, graças ao reforço adicional proporcionado pela depreciação do euro.

Contudo, projeta-se que a recuperação permaneça fraca em relação aos padrões históricos, na medida em que diversos fatores continuam a atenuar o crescimento no médio prazo. Espera-se que o remanescente ajustamento de balanços necessário nos setores público e privado diminua só de forma gradual no horizonte de projeção. Além disso, a restrição do consumo privado decorrente das elevadas taxas de desemprego em alguns países deverá diminuir apenas gradualmente, enquanto a ampla capacidade disponível em certos países continuará a refrear as despesas de investimento. Em termos de médias anuais, projeta-se que o crescimento real do PIB se situe em 0.8% em 2014, 1.0% em 2015 e 1.5% em 2016.

Analisando mais pormenorizadamente as componentes da procura, as despesas de consumo privado mantêm o seu dinamismo moderado durante o horizonte de projeção, em virtude da melhoria do rendimento disponível real. Após diversos anos de fraqueza pronunciada, o rendimento disponível real acelerará, graças a rendimentos do trabalho mais fortes (refletindo o aumento do emprego e um crescimento ligeiramente mais elevado dos salários), a uma contribuição crescente de outros rendimentos pessoais (sobretudo relacionados com lucros) e a preços das matérias-primas baixos. O maior património líquido das famílias e os menores custos de financiamento também apoiarão o consumo privado.

No que respeita ao rácio de poupança, espera-se que se mantenha estável, permanecendo em níveis historicamente baixos. Tal reflete efeitos opostos. Por um lado, as taxas de juro muito baixas e a diminuição gradual do desemprego exercerão um impacto descendente. Por outro lado, verificar-se-ão efeitos em sentido ascendente, dado o aumento do rendimento disponível em alguns países reduzir a necessidade de utilização de poupanças para cobrir despesas de consumo. O enfraquecimento observado na confiança dos consumidores poderá reforçar a poupança por motivos de precaução. Além disso, em alguns países, as pressões de desalavancagem das famílias permanecem elevadas, o que está a exercer efeitos adicionais em sentido ascendente sobre o rácio de poupança.

As perspetivas para o investimento residencial mantêm-se comedidas. O investimento residencial deverá ganhar algum dinamismo no decurso de 2015, com a recuperação da atividade, num enquadramento de taxas hipotecárias baixas e melhores condições de concessão de crédito, e com o desvanecimento gradual das necessidades de ajustamento do mercado da habitação. Todavia, em alguns países, o ajustamento do mercado da habitação e/ou o crescimento ainda fraco do rendimento disponível real continuam a refrear a atividade de construção para fins de habitação. Além disso, em alguns países, o impacto favorável das taxas hipotecárias historicamente baixas parece ser mais fraco do que o antes esperado.

Diversos fatores deverão apoiar o investimento empresarial, designadamente o projetado fortalecimento gradual da procura interna e externa, o nível muito baixo das taxas de juro, a necessidade de modernizar o *stock* de capital após vários anos de investimento fraco, uma melhoria das condições de concessão de crédito e um ligeiro robustecimento das margens de lucro face à retoma da atividade. Além disso, espera-se que os fatores adversos decorrentes da desalavancagem necessária no setor empresarial deixem gradualmente de se fazer sentir, na sequência do decréscimo do rácio da dívida pública em relação ao PIB nos últimos anos. No entanto, os níveis de dívida mantêm-se elevados e, por conseguinte, as necessidades de desalavancagem poderão continuar a travar o crescimento.

Estima-se que o crescimento do investimento empresarial permaneça bastante reduzido no curto prazo. Não obstante os fatores favoráveis referidos, a confiança das empresas diminuiu recentemente. O impacto de alguns fatores adversos parece estar a pesar fortemente sobre o investimento empresarial, em particular as condições de financiamento ainda desfavoráveis, ainda que a melhorar, em alguns países, as preocupações acerca do ritmo lento das reformas estruturais em determinados países e a persistência de tensões geopolíticas. Além disso, a incerteza no que respeita às perspetivas para a procura pesa sobre o investimento empresarial.

De acordo com as projeções, a procura externa da área do euro subirá moderadamente com a retoma da atividade mundial. As exportações extra-área do euro aumentarão de forma moderada no segundo semestre de 2014, em geral a par da procura externa. As exportações ganharão dinamismo no decurso de 2015, espelhando o fortalecimento gradual da procura externa e o impacto favorável da recente depreciação do euro. A expectativa é de que as quotas de mercado das exportações permaneçam globalmente inalteradas no horizonte de projeção. As importações extra-área do euro aumentarão apenas moderadamente durante o horizonte de projeção, refletindo o crescimento fraco da procura na área do euro e a taxa de câmbio do euro mais baixa. Projeta-se que o contributo das exportações líquidas para o crescimento real do PIB seja positivo, embora modesto, na parte final do horizonte de projeção. O excedente da balança corrente aumentará ao longo do horizonte de projeção, atingindo 2.4% do PIB em 2016.

O crescimento do emprego registou recentemente uma melhoria comparativamente rápida e forte. A recuperação do emprego teve início já em meados de 2013, tendo inicialmente sido em termos de horas trabalhadas, mas depois também em termos de indivíduos. No segundo trimestre de 2014, o número de empregados apresentava uma subida de 0.4% em termos homólogos, o que compara com um crescimento real do PIB de 0.8%. Esta recuperação relativamente célere parece refletir o impacto em sentido ascendente da anterior moderação dos salários e, provavelmente, os efeitos positivos das recentes reformas do mercado de trabalho. Estas reformas – por exemplo, mediante uma maior descentralização das negociações salariais, uma menor proteção do emprego e acordos de trabalho mais flexíveis – parecem ter gerado uma resposta do emprego à evolução do produto comparativamente mais veloz e mais robusta do que o historicamente observado, se bem que com algumas diferenças notáveis entre países.

Em relação às condições no mercado de trabalho da área do euro, espera-se que melhorem modestamente no horizonte de projeção. Estima-se que o número de empregados continue a registar uma recuperação modesta no segundo semestre de 2014, projetando-se que mantenha, de um modo geral, esse dinamismo ao longo do horizonte de projeção. A recuperação do emprego reflete a continuação de um padrão de resposta comparativamente rápida e forte à expansão da atividade. A expectativa é de que a população ativa aumente moderadamente, devido à imigração e em virtude de a melhoria gradual da situação no mercado de trabalho estimular a participação de determinados segmentos da população. Quanto à taxa de desemprego, espera-se que desça durante o horizonte de projeção, permanecendo, porém, muito mais elevada do que antes da crise.

Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas na edição de setembro de 2014 do Boletim Mensal, a projeção para o crescimento real do PIB no período de 2014 a 2016 foi revista em baixa em 1.0 pontos percentuais. A revisão advém das perspetivas mais fracas no que se refere às exportações, dado as perspetivas relativas à procura externa da área do euro terem sido revistas significativamente em sentido descendente, refletindo resultados inferiores e uma revisão em baixa, para próximo do seu valor de longo prazo, da trajetória de aumento da elasticidade do comércio mundial em relação à atividade. A revisão em baixa do crescimento deve-se ainda a um investimento empresarial mais fraco, atendendo ao recente decréscimo da confiança e às crescentes preocupações com as perspetivas de crescimento interno. O investimento residencial foi também objeto de uma revisão em baixa substancial, devido ao ajustamento mais forte ainda necessário nos mercados da habitação, em alguns países, e ao facto de o impacto das taxas hipotecárias historicamente baixas parecer ter sido sobrestimado nos anteriores exercícios de projeção. O consumo privado foi igualmente revisto em sentido descendente, refletindo a revisão em baixa do crescimento da remuneração por trabalhador e lucros distribuídos mais reduzidos do que o esperado, espelhando o enquadramento económico geral mais fraco.

As medidas de política monetária não convencionais recentemente adotadas são tomadas em conta na projeção de referência apenas através do seu efeito nos dados já observados e por via do seu impacto nos pressupostos financeiros técnicos baseados no mercado, nomeadamente por meio das taxas de juro do mercado, dos preços das ações e da taxa de câmbio. Assim, a projeção de referência poderá subestimar o impacto favorável das recentes medidas de política monetária não convencionais, visto não serem incluídos canais adicionais (ver Caixa 2)

Quadro 2: Projeções macroeconómicas para a área do euro¹⁾

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2014				Setembro de 2014			Revisões desde setembro de 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real ³⁾	-0.4	0.8	1.0	1.5	0.9	1.6	1.9	0.0	-0.6	-0.3
		[0.7 - 0.9] ⁴⁾	[0.4 - 1.6] ⁴⁾	[0.4 - 2.6] ⁴⁾	[0.7 - 1.1] ⁴⁾	[0.6 - 2.6] ⁴⁾	[0.6 - 3.2] ⁴⁾			
Consumo privado	-0.6	0.8	1.3	1.2	0.7	1.4	1.6	0.1	-0.2	-0.4
Consumo público	0.3	0.9	0.5	0.4	0.7	0.4	0.4	0.2	0.0	-0.1
Formação bruta de capital fixo	-2.5	0.7	1.4	3.2	1.1	3.1	3.9	-0.5	-1.8	-0.7
Exportações ⁵⁾	2.2	3.2	3.2	4.8	3.1	4.5	5.3	0.0	-1.3	-0.5
Importações ⁵⁾	1.3	3.3	3.7	4.9	3.5	4.5	5.3	-0.3	-0.8	-0.3
Emprego	-0.9	0.4	0.6	0.5	0.3	0.6	0.7	0.1	0.0	-0.2
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	11.9	11.6	11.2	10.9	11.6	11.2	10.8	0.0	0.0	0.2
IHPC	1.4	0.5	0.7	1.3	0.6	1.1	1.4	-0.1	-0.4	-0.1
		[0.5 - 0.5] ⁴⁾	[0.2 - 1.2] ⁴⁾	[0.6 - 2.0] ⁴⁾	[0.5 - 0.7] ⁴⁾	[0.5 - 1.7] ⁴⁾	[0.7 - 2.1] ⁴⁾			
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos	1.4	0.8	1.1	1.3	0.8	1.3	1.6	0.0	-0.2	-0.2
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	1.1	0.8	1.0	1.3	0.9	1.2	1.5	0.0	-0.2	-0.2
IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos ⁶⁾	1.0	0.7	1.0	1.3	0.8	1.2	1.5	0.0	-0.2	-0.2
Custos unitários do trabalho	1.3	1.1	1.1	0.8	1.0	0.8	1.1	0.1	0.4	-0.3
Remuneração por trabalhador	1.7	1.6	1.5	1.8	1.6	1.8	2.2	0.0	-0.3	-0.4
Produtividade do trabalho	0.4	0.5	0.4	1.0	0.6	1.0	1.1	-0.1	-0.6	-0.1
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-2.9	-2.6	-2.5	-2.2	-2.6	-2.4	-1.9	0.0	-0.1	-0.3
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) ⁷⁾	-2.3	-2.1	-2.1	-2.0	-2.0	-2.0	-1.9	-0.2	-0.1	-0.1
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	90.8	92.0	91.8	91.1	93.9	93.1	91.5	-1.9	-1.3	-0.4
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	2.0	2.1	2.2	2.4	2.3	2.3	2.4	-0.1	0.0	0.0

1) As projeções para 2015 e 2016 incluem a Lituânia. A variação média anual em percentagem para 2015 tem por base uma composição da área do euro em 2014 que já inclui a Lituânia.

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

INCLUSÃO DAS RECENTES MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAIS NAS PROJEÇÕES

Os pacotes de medidas de política monetária destinadas a aliviar as restrições ao crédito, anunciados em 5 de junho e 4 de setembro de 2014, compreendiam um conjunto de medidas de política monetária não convencionais, postas em prática através de operações de crédito, mais precisamente operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas e transações definitivas ao abrigo, especificamente, de um programa de aquisição de instrumentos de dívida titularizados e outro de aquisição de *covered bonds* (obrigações hipotecárias e obrigações sobre o setor público).

O impacto destas medidas nas perspetivas relativas ao crescimento e à inflação reflete-se na projeção de referência apenas se as medidas já afetaram as variáveis financeiras, designadamente as taxas de juro, os preços das ações e a taxa de câmbio do euro. Em resultado desta abordagem técnica, determinados canais adicionais potenciais não são captados na projeção de referência. Estes incluem, por exemplo, o canal de transmissão direta, decorrente da mitigação dos custos de financiamento dos bancos da área do euro graças às referidas medidas. Um segundo canal não contemplado na projeção de referência é o do reequilíbrio de carteiras, que reflete o facto de as grandes injeções de liquidez, associadas a cada uma das três medidas de política monetária, poderem reforçar os incentivos dos investidores a reduzirem as respetivas detenções excedentárias de numerário, mediante a compra de instrumentos financeiros alternativos, que não os adquiridos pelo banco central, elevando desse modo o preço e, conseqüentemente, fazendo descer as taxas de rendibilidade dos mesmos.

Por conseguinte, em geral, é provável que a projeção de referência subestime o impacto dos pacotes de medidas de política monetária, o que representa um risco em sentido ascendente para as projeções de referência relativas ao crescimento e à inflação.

PROJEÇÕES RELATIVAS A PREÇOS E CUSTOS

De acordo com a estimativa preliminar do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC global situou-se em 0.3% em novembro de 2014. A atual taxa de inflação baixa reflete os preços moderados dos produtos energéticos resultantes das recentes descidas dos preços do petróleo bruto, a baixa inflação dos preços dos produtos alimentares, bem como as tendências modestas dos preços dos produtos industriais não energéticos e dos serviços.

No que respeita à inflação medida pelo IHPC, projeta-se que permaneça baixa no curto prazo. Subsequentemente, espera-se que suba só de forma gradual até ao final do horizonte de projeção, atingindo uma taxa de 1.4% no quarto trimestre de 2016. O aumento da inflação medida pelo IHPC no decurso do horizonte de projeção deverá resultar da redução progressiva do desvio negativo do produto e das crescentes pressões externas sobre os preços. Estas últimas refletem, em especial, uma inversão das pressões, do sentido descendente para o sentido ascendente, decorrente dos preços das matérias-primas e das repercussões da anterior depreciação da taxa de câmbio do euro.

A margem disponível na área do euro, a par da pressuposta evolução moderada dos preços das matérias-primas, obstará a uma subida mais substancial da inflação na área do euro. Projeta-se que o desvio negativo do produto diminua apenas parcialmente até 2016, denotando aumentos modestos dos salários e das margens de lucro. De um modo geral, espera-se que a inflação medida pelo IHPC se mantenha muito comedida, apresentando uma taxa média de 0.5% em 2014, 0.7% em 2015 e 1.3% em 2016. A inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares deverá situar-se, em média, em 0.8% em 2014, 1.0% em 2015 e 1.3% em 2016.

As pressões externas sobre os preços atenuam, presentemente, as perspetivas para a inflação, mas a expectativa é de que aumentem ao longo do horizonte de projeção, refletindo o projetado fortalecimento da procura mundial, a taxa de câmbio do euro mais baixa e, em 2016, o esperado aumento dos preços das matérias-primas. A evolução dos preços a nível externo contribuiu para as pressões descendentes sobre os preços na área do euro, no passado recente. O ritmo lento do crescimento mundial, as descidas dos preços

das matérias-primas petrolíferas e não petrolíferas e a anterior apreciação do euro conduziram a quedas dos preços das importações da área do euro em 2013 e 2014. Numa análise prospetiva, com o desvanecimento gradual destes efeitos, espera-se que o deflator das importações extra-área do euro aumente em 2016.

Espera-se que as melhorias no mercado de trabalho e a diminuição da margem disponível na economia desencadeiem aumentos moderados das pressões internas sobre os preços ao longo horizonte de projeção. Quanto ao crescimento da remuneração por trabalhador, projeta-se que aumente ligeiramente durante o horizonte de projeção, mas que permaneça baixo, em virtude dos processos de ajustamento em curso e da moderação salarial em vários países da área do euro. O contexto de baixa inflação também contribui para as perspetivas moderadas em termos de salários. A projeção é de que o crescimento dos custos unitários do trabalho registará uma descida suave no horizonte de projeção. Tal reflete o facto de o pequeno aumento do crescimento da remuneração por trabalhador ser mais do que compensado pelo crescimento mais forte da produtividade. A evolução modesta dos custos unitários do trabalho constitui uma das principais fontes das esperadas pressões baixas sobre os custos internos até ao final do horizonte de projeção.

Relativamente às margens de lucro (medidas como a diferença entre o deflator do PIB a custo de fatores e o crescimento dos custos unitários do trabalho), espera-se que diminuam em 2014, estabilizem em 2015 e recuperem em 2016, devido ao fortalecimento da atividade económica e, em particular, a uma moderação da evolução dos custos unitários do trabalho.

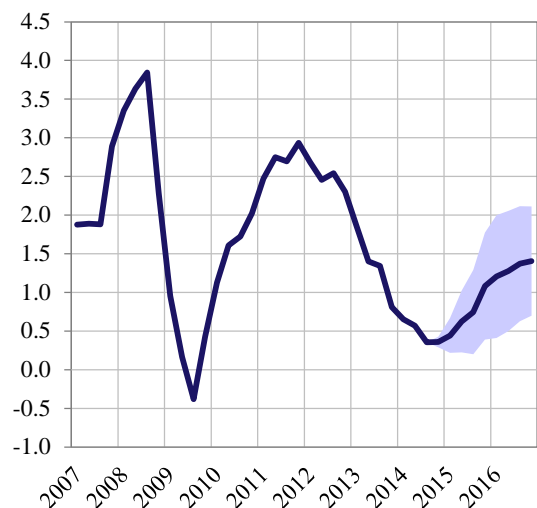
Em comparação com as projeções macroeconómicas publicadas na edição de setembro de 2014 do Boletim Mensal, a projeção para a inflação medida pelo IHPC global foi objeto de uma revisão em baixa de 0.1 pontos percentuais em 2014, 0.4 pontos percentuais em 2015 e 0.1 pontos percentuais em 2016. Tal reflete sobretudo preços do petróleo em euros mais baixos, algumas surpresas em sentido descendente no que respeita aos recentes resultados das componentes não energéticas e o impacto das perspetivas de crescimento revistas em baixa. Em 2016, este último fator será parcialmente compensado por um efeito em sentido ascendente mais forte da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC, impulsionada por uma taxa de câmbio mais fraca e uma alteração dos futuros dos preços do petróleo em sentido ascendente, face à projeção de setembro. A inflação medida pelo IHPC excluindo os preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos foi igualmente revista em baixa, refletindo a dinâmica mais fraca dos salários e das margens de lucro, bem como a transmissão indireta da recente depreciação da taxa de câmbio.

Gráfico 1: Projeções macroeconómicas¹⁾

(dados trimestrais)

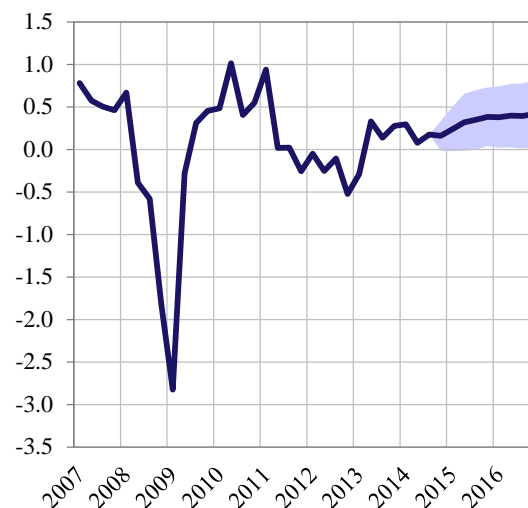
IHPC da área do euro

(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 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.

2) Dados corrigidos de dias úteis.

PERSPETIVAS ORÇAMENTAIS

A orientação da política orçamental será, de um modo geral, neutra no horizonte de projeção. Espera-se que a orientação orçamental, medida como uma variação do saldo primário corrigido do ciclo, seja ligeiramente expansionista em 2014 e 2015 e neutra em 2016, contrastando com o aumento significativo da restritividade observado nos anos anteriores.

De acordo com as projeções, o rácio do défice público diminuirá de forma gradual ao longo do horizonte de projeção. Esta diminuição será apoiada pela melhoria da posição cíclica da economia da área do euro. O saldo orçamental estrutural apresentará apenas uma ligeira melhoria no decurso do horizonte de projeção, espelhando uma política orçamental globalmente neutra. O rácio da dívida pública começará a diminuir a partir de 2015, em virtude das recentes melhorias do saldo primário e de um diferencial mais favorável entre a taxa de juro da dívida pública e o crescimento.

Em comparação com as projeções publicadas na edição de setembro de 2014 do Boletim Mensal, as perspetivas para o défice e a dinâmica da dívida deterioraram-se um pouco, devido às perspetivas macroeconómicas menos favoráveis e a um ligeiro abrandamento das políticas orçamentais discricionárias. A revisão em baixa do rácio da dívida em relação ao PIB resulta sobretudo da implementação do novo Sistema Europeu de Contas (SEC 2010).

ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

As projeções assentam fortemente em pressupostos técnicos acerca da evolução de determinadas variáveis fundamentais. Dado que algumas dessas variáveis podem ter um impacto considerável nas projeções para a área do euro, a sensibilidade 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 a três pressupostos subjacentes importantes e a sensibilidade das projeções aos mesmos¹.

1) Trajetória alternativa dos preços do petróleo

Os pressupostos relativos aos preços do petróleo nas atuais projeções dos especialistas do Eurosistema baseiam-se nas expectativas do mercado medidas pelos preços dos futuros do petróleo. Na data de fecho da informação, 13 de novembro, com base na trajetória dos preços do petróleo implícita nos mercados de futuros na quinzena precedente, estimou-se que o preço do barril de petróleo bruto Brent baixaria de USD 102.6 no terceiro trimestre de 2014 para USD 85.6 em 2015, aumentando depois para USD 88.5 em 2016. Contudo, após a data de fecho da informação, os preços do petróleo e os futuros dos mesmos registaram novas descidas, no contexto de uma oferta ampla e de uma procura fraca de petróleo, em especial depois de a OPEP ter decidido, em 27 de novembro de 2014, manter os níveis de produção atuais. Em 2 de dezembro de 2014, os preços dos futuros do petróleo implicavam uma descida do preço do petróleo bruto Brent para USD 73.2 em 2015 e uma subida para USD 78.1 em 2016, ou seja, para níveis 14.5% e 11.7% inferiores aos implícitos na projeção de referência.

Com base em modelos macroeconómicos elaborados por especialistas do Eurosistema, estimou-se que a trajetória alternativa dos preços do petróleo levaria a que a inflação medida pelo IHPC na área do euro se situasse cerca de 0.4 pontos percentuais abaixo da projeção de referência em 2015 e 0.1 pontos percentuais abaixo da projeção de referência em 2016. Ao mesmo tempo, a trajetória alternativa dos preços do petróleo apoiaria o crescimento real do PIB em cerca de 0.1 pontos percentuais tanto em 2015 como em 2016.

2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

A projeção de referência tem como pressuposto que a taxa de câmbio efetiva do euro permanecerá inalterada até ao final do horizonte. No entanto, pode verificar-se um enfraquecimento do euro em virtude da deterioração das perspetivas de crescimento na área do euro, em comparação com a economia dos Estados Unidos, e da expectativa de orientações de política monetária divergentes nas duas economias, denotando a expectativa, por parte do mercado, de um período prolongado de taxas de juro baixas na área do euro e de uma normalização mais rápida nos Estados Unidos. Foi determinada uma trajetória alternativa da taxa de câmbio do euro, envolvendo uma depreciação mais forte, com base no percentil 25 da distribuição assente nas densidades implícitas neutras em termos de risco extraídas das opções, para a taxa de câmbio EUR/USD em 13 de novembro de 2014. Esta trajetória implica uma depreciação gradual do euro face ao dólar dos Estados Unidos para uma taxa de câmbio de 1.17 em 2016, a qual é 6.1% mais baixa do que o pressuposto de referência. Os pressupostos correspondentes relativos à taxa de câmbio efetiva nominal do euro refletem regularidades históricas, segundo as quais variações na taxa de câmbio EUR/USD espelham variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de cerca de 52%. Tal resulta numa divergência gradual da taxa de câmbio efetiva do euro em relação à projeção de referência, atingindo um nível 3.2% mais baixo do que a projeção de referência em 2016. Neste cenário, os resultados dos diversos modelos macroeconómicos dos especialistas do Eurosistema apontam para um maior crescimento real do PIB (0.1-0.3 pontos percentuais) e para uma inflação medida pelo IHPC mais elevada (0.1-0.4 pontos percentuais) em 2015 e 2016.

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, em geral, refletido nos programas de estabilidade para 2014 e nos documentos dos programas da União Europeia e do FMI. Todavia, muitas vezes, as medidas subjacentes destinadas a alcançar esses objetivos não são referidas ou não são suficientemente bem definidas. Por conseguinte, não são consideradas na projeção de referência. Assim, é não só necessário, como também provável, que, até 2016, vários governos adotem medidas no sentido de uma consolidação orçamental adicional, em comparação com as incorporadas na projeção de referência.

Pressupostos subjacentes à análise de sensibilidade orçamental

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

Com base nesta abordagem, avalia-se serem prováveis, em 2015 e 2016, medidas de consolidação orçamental suplementares com impacto na procura, elevando o valor acumulado da consolidação orçamental adicional para cerca de 0.2% 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. No âmbito deste exercício, a nível agregado da área do euro, a consolidação orçamental é avaliada como ligeiramente enviesada para o lado da despesa do orçamento.

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*)².

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

A análise atual aponta, portanto, para riscos em sentido descendente modestos quanto à projeção de referência relativa ao crescimento real do PIB em 2016, dado que não foram incluídas na projeção de referência todas as medidas de consolidação orçamental pretendidas. Paralelamente, os riscos existentes no que respeita à projeção para a inflação são negligenciáveis.

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⁾	-2.7	-2.2	-1.7
Projeções orçamentais de referência	-2.6	-2.5	-2.2
Consolidação orçamental adicional (em termos acumulados) ²⁾	0.0	0.0	0.2
Efeitos da consolidação orçamental adicional com impacto na procura (em pontos percentuais) ³⁾			
Crescimento real do PIB	0	0	-0.1
Inflação medida pelo IHPC	0	0	0

1) Objetivos nominais, tal como especificados nos documentos mais recentes dos programas da União Europeia e do FMI para os países relevantes; para os restantes países, tal como incluídos nos projetos de planos orçamentais ou nas leis orçamentais aprovadas para 2015 ou nas atualizações de 2014 dos programas de estabilidade dos 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.

Importa destacar que esta análise de sensibilidade orçamental se centra apenas nos potenciais efeitos de curto prazo de uma provável consolidação orçamental adicional. Embora mesmo medidas de consolidação orçamental bem concebidas tenham frequentemente efeitos de curto prazo negativos sobre o crescimento real do PIB, verificam-se efeitos positivos a mais longo prazo na atividade, os quais não são evidentes no horizonte desta análise³. 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 intensificar 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.

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 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.

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

Caixa 4

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 a seguir).

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

(variação anual, em percentagem)

	Data de publicação	Crescimento do PIB			Inflação medida pelo IHPC		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projeções dos especialistas do Eurosistema	Dezembro de 2014	0.8 [0.7-0.9]	1.0 [0.4-1.6]	1.5 [0.4-2.6]	0.5 [0.5-0.5]	0.7 [0.2-1.2]	1.3 [0.6-2.0]
Comissão Europeia	Novembro de 2014	0.8	1.1	1.7	0.5	0.8	1.5
OCDE	Novembro de 2014	0.8	1.1	1.7	0.5	0.6	1.0
Barómetro da Zona Euro	Novembro de 2014	0.8	1.2	1.6	0.5	0.9	1.3
Previsões da Consensus Economics	Novembro de 2014	0.8	1.1	1.5	0.5	0.9	1.3
Inquérito a Analistas Profissionais FMI	Novembro de 2014	0.8	1.2	1.5	0.5	1.0	1.4
	Outubro de 2014	0.8	1.3	1.7	0.5	0.9	1.2

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

Nota: As projeções macroeconómicas dos especialistas do 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, no mesmo valor que o apresentado nas projeções dos especialistas do Eurosistema. As projeções para o crescimento real do PIB em 2015 e 2016 são semelhantes ou um pouco superiores às avançadas pelos especialistas do Eurosistema. No que respeita à inflação média anual medida pelo IHPC em 2014, os valores apresentados coincidem com os projetados pelos especialistas do Eurosistema. As projeções da maioria das outras instituições apontam para uma inflação medida pelo IHPC em 2015 ligeiramente mais elevada do que a projetada pelos especialistas do Eurosistema. Em 2016, a inflação medida pelo IHPC deverá situar-se, em média, entre 1.0% e 1.5%, de acordo com outras projeções disponíveis, o que compara com 1.3%, segundo as projeções dos especialistas do Eurosistema. Presentemente, todas as previsões disponíveis para 2015 e 2016 estão dentro dos intervalos avançados nas projeções do Eurosistema, indicados no quadro.

© Banco Central Europeu, 2014

Morada: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Alemanha

Endereço postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemanha

Telefone: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Todos os direitos reservados.

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