



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema

Dezembro de 2019



Índice

Síntese	2
1 Economia real	4
Caixa 1 Pressupostos técnicos sobre taxas de juro, taxas de câmbio e preços das matérias-primas	7
Caixa 2 Enquadramento internacional	9
Caixa 3 Repercussões entre países e setores na área do euro	12
2 Preços e custos	15
3 Perspetivas orçamentais	18
Caixa 4 Análises de sensibilidade	18
Caixa 5 Previsões elaboradas por outras instituições	19

Síntese

Na sequência de um crescimento fraco no segundo e terceiro trimestres de 2019, o crescimento real do produto interno bruto (PIB) deverá permanecer reduzido no curto prazo. Os indicadores do sentimento económico desceram, refletindo sobretudo a atual fraqueza do comércio mundial num enquadramento de persistentes incertezas a nível mundial (relacionadas com um aumento do protecionismo, um potencial abrandamento mais acentuado na China e a possibilidade de um Brexit sem acordo de saída). Contudo, os indicadores mais recentes da indústria transformadora apresentam alguma estabilização, enquanto o sentimento no setor da construção e a confiança dos consumidores exibiram maior resiliência e a situação no mercado de trabalho continua a ser favorável. Além do curto prazo, as condições de financiamento muito favoráveis (promovidas pela orientação fortemente acomodatória da política monetária do BCE), o pressuposto de um Brexit ordenado e de alguma dissipação de outras incertezas a nível mundial, a associada recuperação gradual da procura externa e a assinalável menor restritividade orçamental deverão apoiar uma retoma sustentada do crescimento no médio prazo. Em termos gerais, projeta-se que o crescimento real do PIB desça ligeiramente para 1,1% em 2020, aumentando depois para 1,4% em 2021 e 2022. Em comparação com as projeções de setembro de 2019, o crescimento foi revisto em baixa em 0,1 pontos percentuais para 2020, dado o impacto das substanciais revisões em baixa da procura externa ser apenas parcialmente compensado pelo impacto de políticas orçamentais e monetárias mais favoráveis e por uma depreciação efetiva do euro.

Após enfraquecer em 2019, a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) deverá registar novo abrandamento em 2020 e, posteriormente, subir de forma gradual, atingindo 1,6% em 2022. O perfil da inflação global nos próximos trimestres será fortemente afetado por efeitos de base na inflação dos preços dos produtos energéticos. Na sequência de um aumento no final de 2019, espera-se um fortalecimento gradual da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares ao longo do horizonte de projeção. Esta deverá ser apoiada por um reforço do crescimento económico, por um crescimento dos salários relativamente robusto, num contexto de mercados de trabalho restritivos, e por uma recuperação das margens de lucro, à medida que a atividade ganhar ritmo com a ajuda, entre outros fatores, do recente pacote de medidas de política monetária. A subida dos preços das matérias-primas não energéticas também deverá apoiar a inflação subjacente. Em comparação com o exercício de projeção de setembro de 2019, a inflação medida pelo IHPC foi revista em alta para 2020, devido a preços do petróleo mais elevados, e revista ligeiramente

em baixa para 2021, devido a pressões externas sobre os preços mais reduzidas e a uma evolução mais fraca dos salários e das margens de lucro¹.

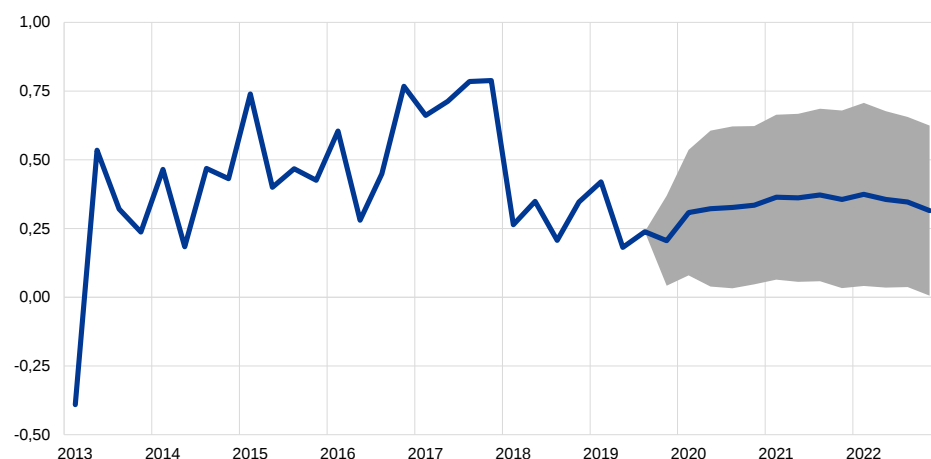
¹ A data de fecho relativa a pressupostos técnicos, como os preços do petróleo e as taxas de câmbio, foi 19 de novembro de 2019 (ver a caixa 1). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício foi 27 de novembro de 2019. O exercício de projeção macroeconómica atual abrange o período de 2019 a 2022. Projeções 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*. Para uma versão acessível dos dados subjacentes aos quadros e gráficos selecionados, consultar <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> (página disponível apenas em língua inglesa).

1 Economia real

O crescimento real do PIB na área do euro situou-se em 0,2% no terceiro trimestre de 2019, tendo sido ligeiramente mais forte do que o esperado nas projeções de setembro de 2019. A procura interna contribuiu positivamente para o crescimento no terceiro trimestre de 2019, ao passo que o comércio líquido e a variação de existências tiveram um ligeiro impacto atenuador. O crescimento moderado das exportações reflete os fatores adversos a nível mundial e, em especial, a falta de dinamismo da atividade mundial e da procura externa no contexto de uma elevada incerteza a nível mundial. O crescimento do consumo privado apresentou-se resiliente no terceiro trimestre e continuou a ser o principal fator impulsionador do crescimento.

Gráfico 1
PIB real da área do euro

(variação em termos trimestrais em cadeia, em percentagem; dados trimestrais corrigidos de sazonalidade e de dias úteis)



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

Os indicadores de curto prazo apontam para um crescimento reduzido no curto prazo. O Indicador de Sentimento Económico compilado pela Comissão Europeia registou uma melhoria em novembro, após dois meses de descida, mas permanece abaixo da média do terceiro trimestre. A atual fraqueza do comércio mundial e a continuação da elevada incerteza (relacionada com disputas no comércio mundial, com um possível Brexit desordenado e com os riscos de um abrandamento mais acentuado na China) pesam sobre as expetativas das empresas. É o caso, em particular, do setor da indústria transformadora, onde o sentimento permanece muito abaixo da sua média a mais longo prazo. Em contraste, o sentimento no setor da construção e a confiança dos consumidores continuaram a demonstrar resiliência. Os Índices de Gestores de Compras ainda sinalizam divergências entre os setores, permanecendo os dados para a indústria transformadora muito abaixo do limiar de

crescimento de 50, não obstante uma ligeira estabilização recentemente, enquanto os índices relacionados com os setores dos serviços e da construção se situam acima de 50. As repercussões do setor da indústria transformadora no setor dos serviços têm sido, até à data, contidas e, em geral, correspondem ao esperado, dada a exposição limitada do setor dos serviços aos choques mundiais que afetaram negativamente a indústria transformadora (ver a caixa 3). De um modo geral, os indicadores mais recentes sugerem que o crescimento fraco observado no segundo e terceiro trimestres prosseguirá nos últimos meses de 2019 e em inícios de 2020.

No médio prazo, as projeções pressupõem alguma dissipação dos fatores adversos a nível mundial, permitindo aos fatores fundamentais que apoiam a expansão da área do euro ganhar força (ver o gráfico 1 e o quadro 1).

Em concreto, a projeção de referência pressupõe uma saída ordenada do Reino Unido da União Europeia e a não adoção de novas medidas protecionistas (para além das já anunciadas), o que também reduz a possibilidade de um abrandamento acentuado na China. Por conseguinte, o atual nível de incerteza diminuirá gradualmente, permitindo aos fundamentos que apoiam o crescimento ganhar força. As condições de financiamento deverão manter-se muito acomodatórias e as medidas de política monetária do BCE, incluindo o pacote de medidas de política monetária de setembro de 2019, continuarão a ser transmitidas à economia. Mais especificamente, os pressupostos técnicos implicam que, ao longo do horizonte de projeção, as taxas de juro nominais registariam apenas um aumento modesto, face aos reduzidos níveis atuais. Após permanecer praticamente inalterada no curto prazo, a disponibilização de crédito ao setor privado não financeiro deverá também registar um fortalecimento modesto, impulsionada pela melhoria do enquadramento macroeconómico, pelas taxas de juro muito baixas e pelas condições de financiamento bancário favoráveis, tanto para as famílias como para as sociedades não financeiras. A menor necessidade de desalavancagem e a maior capacidade de serviço da dívida nos vários setores, assim como a subida dos lucros, contribuirão igualmente para o dinamismo da despesa privada. O crescimento do consumo privado e do investimento residencial deverá também beneficiar do crescimento relativamente robusto dos salários e do património líquido, bem como da descida do desemprego. Espera-se que as exportações da área do euro beneficiem da projetada retoma da procura externa e da recente depreciação do euro em termos efetivos. Por último, a orientação orçamental deverá ser menos restritiva em 2020 e 2021 e apresentar-se, em geral, neutra em 2022 (ver a secção 3).

Não obstante, o desvanecimento de alguns fatores favoráveis conduziria a um perfil de crescimento um pouco mais lento no decurso de 2022. Espera-se que o crescimento do emprego abrande no médio prazo, espelhando sobretudo o impacto crescente das restrições de oferta de mão de obra em alguns países.

Quadro 1

Projeções macroeconómicas para a área do euro

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2019				Setembro de 2019		
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021
PIB real	1,2	1,1	1,4	1,4	1,1	1,2	1,4
	[1,1 – 1,3] ¹⁾	[0,5 – 1,7] ¹⁾	[0,5 – 2,3] ¹⁾	[0,4 – 2,4] ¹⁾	[0,9 – 1,3] ¹⁾	[0,4 – 2,0] ¹⁾	[0,4 – 2,4] ¹⁾
Consumo privado	1,3	1,4	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3
Consumo público	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4
Formação bruta de capital fixo	4,5	1,7	1,9	2,1	3,1	1,9	2,1
Exportações²⁾	2,3	1,9	2,5	2,6	2,3	2,4	3,0
Importações²⁾	3,1	2,5	2,8	2,8	2,6	3,1	3,4
Emprego	1,1	0,6	0,5	0,4	1,1	0,5	0,5
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	7,6	7,4	7,2	7,1	7,7	7,5	7,3
IHPC	1,2	1,1	1,4	1,6	1,2	1,0	1,5
	[1,2 – 1,2] ¹⁾	[0,6 – 1,6] ¹⁾	[0,7 – 2,1] ¹⁾	[0,8 – 2,4] ¹⁾	[1,1 – 1,3] ¹⁾	[0,4 – 1,6] ¹⁾	[0,7 – 2,3] ¹⁾
IHPC excluindo produtos energéticos	1,2	1,4	1,5	1,6	1,2	1,4	1,6
IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares	1,0	1,3	1,4	1,6	1,1	1,2	1,5
IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos³⁾	1,0	1,3	1,4	1,6	1,0	1,2	1,5
Custos unitários do trabalho	2,0	1,5	1,4	1,4	2,1	1,7	1,5
Remuneração por trabalhador	2,1	2,1	2,3	2,5	2,2	2,3	2,4
Produtividade do trabalho	0,1	0,6	0,9	1,0	0,1	0,7	0,9
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-0,7	-0,9	-1,1	-1,1	-0,8	-0,8	-1,0
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB)⁴⁾	-1,0	-1,3	-1,5	-1,4	-0,8	-0,9	-1,1
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	84,5	83,4	82,3	81,1	83,8	82,5	81,2
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	2,6	2,4	2,3	2,3	2,6	2,4	2,3

Notas: O PIB real e as suas componentes, os custos unitários do trabalho, a remuneração por trabalhador e a produtividade do trabalho têm por base dados corrigidos de sazonalidade e de dias úteis.

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

2) Incluindo comércio intra-área do euro.

3) 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.

4) Calculado como o saldo orçamental das administrações públicas líquido de efeitos transitórios do ciclo económico e de medidas temporárias tomadas pelos governos.

O crescimento do consumo privado ganhou firmeza no terceiro trimestre de 2019 e deverá registar uma ligeira moderação ao longo do horizonte de projeção. Aumentou de 0,2% no segundo trimestre de 2019 para 0,5% no terceiro trimestre, num enquadramento de confiança resiliente dos consumidores e de condições favoráveis no mercado de trabalho. Numa análise prospetiva, espera-se

que a dinâmica trimestral do consumo privado seja, em média, ligeiramente mais forte no segundo semestre de 2019 do que no primeiro, em parte devido a uma reação desfasada do consumo às medidas governamentais de apoio ao rendimento em vários países de grande dimensão. Em 2020, a confiança ainda relativamente favorável dos consumidores, as esperadas novas quedas do desemprego e a continuação do crescimento dos salários reais por trabalhador sugerem uma retoma do crescimento do consumo, também apoiada pelos efeitos positivos da menor restritividade orçamental em alguns países. Espera-se que o crescimento do consumo apresente uma ligeira moderação em 2021 e 2022, em consonância com um crescimento mais reduzido do rendimento disponível real nesses dois anos.

O crescimento do consumo privado deverá ser apoiado por condições de financiamento favoráveis e pela subida do património líquido. Projeta-se que as taxas ativas nominais dos bancos registem nova descida ligeira no curto prazo, antes de estabilizarem e, em seguida, aumentarem modestamente em 2021 e 2022. Dado projetar-se que as taxas ativas bancárias e os volumes de empréstimos bancários às famílias subam apenas moderadamente nos próximos anos, espera-se que os pagamentos de juros brutos se mantenham em níveis baixos e, portanto, continuem a apoiar o consumo privado. Além disso, projeta-se que o património líquido registre novo aumento em termos reais no período de 2020 a 2022, impulsionado pela robustez continuada dos ganhos de valorização em imobiliário. A par dos anteriores progressos alcançados na desalavancagem, a subida do património líquido deverá também proporcionar um apoio moderado ao consumo.

Caixa 1

Pressupostos técnicos sobre taxas de juro, taxas de câmbio e preços das matérias-primas

Em comparação com as projeções de setembro de 2019, os pressupostos técnicos incluem preços do petróleo mais altos, uma taxa de câmbio efetiva mais fraca e taxas de juro mais elevadas. 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 19 de novembro de 2019. 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 -0,4% em 2019, 2020 e 2021 e de -0,3% em 2022. 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 0,4% em 2019, 0,3% em 2020, 0,4% em 2021 e 0,6% em 2022². Em comparação com as projeções de setembro de 2019, as expectativas do mercado em relação às taxas de juro de curto prazo foram objeto de uma revisão em alta de cerca de 20 pontos base para 2020 e em torno de 25 pontos base para 2021, ao passo que as taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos na área do euro foram revistas em alta em torno de 20 pontos base para 2020 e 2021.

² 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.

No que respeita aos preços das matérias-primas, com base na trajetória implícita nos mercados de futuros e considerando a média da quinzena finda na data de fecho da informação de 19 de novembro de 2019, parte-se do pressuposto de que o preço do barril de petróleo bruto Brent se situará em USD 63,8 em 2019 e descerá depois, situando-se em USD 56,8 em 2022. Esta trajetória implica que, em comparação com as projeções de setembro de 2019, os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos são mais elevados ao longo do todo o horizonte de projeção. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, estima-se que tenham descido em 2019, mas pressupõe-se que recuperem nos anos subsequentes.

Relativamente 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 em 19 de novembro de 2019, a data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio média de USD 1,12 por euro em 2019 e de USD 1,10 por euro no período de 2020 a 2022, sendo estes valores ligeiramente inferiores aos das projeções de setembro de 2019. A taxa de câmbio efetiva do euro (face a 38 parceiros comerciais) registou uma depreciação de 1,6% desde as projeções de setembro de 2019, refletindo uma apreciação da libra esterlina, devido ao desvanecimento dos receios de um Brexit sem acordo de saída iminente, e a força relativa de algumas moedas de mercados emergentes.

Pressupostos técnicos

	Dezembro de 2019				Setembro de 2019		
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	0,4	0,3	0,4	0,6	0,4	0,1	0,2
Preço do petróleo (USD/barril)	63,8	59,6	57,4	56,8	62,5	57,0	56,3
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	-3,8	3,8	2,6	2,4	-3,2	3,4	3,7
Taxa de câmbio USD/EUR	1,12	1,10	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem)	-1,1	-0,7	0,0	0,0	-0,6	0,5	0,0

O crescimento do investimento residencial deverá prosseguir, ainda que a um ritmo mais moderado. No curto prazo, os indicadores da confiança no setor da construção apontam para uma continuação da expansão, embora moderada, do investimento em habitação. A prossecução do crescimento moderado é também sugerida pelo menor número de licenças de construção emitidas, bem como por inquéritos recentes que revelam uma diminuição da percentagem de famílias que planeiam proceder a obras de beneficiação na habitação no próximo ano. A médio prazo, o crescimento do investimento na habitação deverá estabilizar em níveis baixos, espelhando as limitações em termos de capacidade produtiva no setor da construção cada vez mais restritivas em alguns países. As tendências demográficas adversas em alguns países deverão também travar o investimento em habitação no médio prazo.

O investimento empresarial deverá permanecer reduzido no curto prazo, antes de ganhar gradualmente dinamismo no decurso do horizonte de projeção.

O crescimento do investimento empresarial deverá permanecer reduzido no curto prazo, em grande parte devido aos efeitos cíclicos adversos associados à fraca procura externa, à descida da utilização da capacidade produtiva para valores próximos da sua média histórica e à incerteza elevada. No médio prazo, espera-se que o crescimento do investimento empresarial ganhe dinamismo, mas seja menos dinâmico do que nos anos anteriores, refletindo a evolução relativamente modesta do comércio mundial, assim como a menor necessidade de capacidade em termos de novas unidades fabris. A mais longo prazo, porém, como o pressuposto é de que a incerteza se dissipe, espera-se que diversos fatores fundamentais favoráveis apoiem o investimento empresarial. Primeiro, com a procura agregada a permanecer forte durante vários anos, as empresas irão reforçar o investimento para expandir o *stock* de capital produtivo. Segundo, as condições de financiamento deverão manter-se muito favoráveis ao longo do horizonte de projeção. Terceiro, espera-se que as margens de lucro melhorem, o que deverá apoiar o crescimento do investimento. Quarto, o investimento empresarial deverá ser apoiado por uma diminuição do rácio de alavancagem das sociedades não financeiras nos últimos anos, impulsionada por uma recuperação dos preços das ações, pela continuação da acumulação de ativos e por um crescimento moderado do financiamento por dívida, embora o endividamento bruto consolidado ainda se situe acima dos níveis anteriores à crise e se espere que aumente de forma moderada durante o horizonte de projeção. Por último, os pagamentos de juros brutos das sociedades não financeiras descenderam para níveis historicamente baixos nos últimos anos e deverão registar apenas um aumento gradual nos próximos anos, apoiando o investimento empresarial.

Caixa 2

Enquadramento internacional

Os dados disponíveis mais recentes confirmam uma descida acentuada do crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) em 2019. Na sequência de uma forte desaceleração no segundo semestre de 2018, a economia mundial permaneceu fraca no decurso de 2019, constituindo o período mais fraco em termos de dinamismo do crescimento desde a crise financeira mundial. A fraqueza da indústria transformadora e o reduzido investimento, face ao aumento da incerteza da política comercial, continuam a ser os principais fatores adversos para a economia mundial, sendo apenas parcialmente compensados pelo estímulo proporcionado pelas políticas de vários países para contrariar o enfraquecimento das perspetivas. A fragilidade económica observada nas economias emergentes foi mais forte do que o esperado, devido a choques idiossincráticos na viragem do ano, bem como a problemas estruturais em alguns desses países. Nas economias avançadas, políticas económicas benéficas e alguns fatores temporários favoráveis contribuíram para atenuar o abrandamento.

No médio prazo, projeta-se que o crescimento mundial aumente apenas ligeiramente, refletindo uma recuperação moderada nas economias emergentes, que compensa a descida do crescimento nas economias avançadas e na China. Segundo as projeções, após diminuir de 3,8% em 2018 para 2,9% em 2019, o crescimento mundial (excluindo a área do euro) registará uma recuperação gradual, atingindo 3,4% em 2022. A evolução do crescimento mundial é ditada por três forças principais. Um abrandamento do dinamismo cíclico na maioria das economias avançadas e a transição gradual da China para uma trajetória de crescimento mais baixo pesarão sobre o crescimento mundial. Pelo contrário, um efeito de base favorável, devido a uma estabilização da

atividade nas economias emergentes que sofreram uma grave recessão (por exemplo, a Argentina, a Venezuela e o Irão), contribuirá para a recuperação. Em comparação com as projeções de setembro de 2019, as perspetivas de crescimento mundial foram revistas em baixa para o conjunto do horizonte de projeção, refletindo a retoma menos dinâmica em algumas economias emergentes do que o esperado anteriormente e, em menor grau, o impacto das atuais tensões no comércio mundial.

O comércio mundial (excluindo a área do euro) diminuiu significativamente no decurso de 2019, num contexto de constante recrudescimento das tensões comerciais e de abrandamento da atividade industrial. Nas economias avançadas, projeta-se que o comércio volte a registar um crescimento moderado no terceiro e quarto trimestres de 2019, apoiado por uma normalização das importações no Reino Unido (depois da queda acentuada no segundo trimestre, que se seguiu à acumulação excecional de existências no início de 2019³) e por um aumento das importações dos países da Europa Central e de Leste pertencentes à União Europeia após um abrandamento temporário no segundo trimestre. Nas economias emergentes, o comércio deverá passar para território negativo no terceiro trimestre, devido a fatores comerciais adversos na China, ao abrandamento económico na Índia e à turbulência política na América Latina. No entanto, espera-se que, em geral, o comércio nestas economias estabilize no quarto trimestre.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2019				Setembro de 2019		
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	2,9	3,1	3,3	3,4	3,1	3,4	3,5
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	0,0	0,8	2,4	2,7	0,4	2,2	2,9
Procura externa da área do euro ²⁾	0,7	1,0	2,3	2,6	1,0	1,9	2,7

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

No médio prazo, projeta-se que as importações mundiais (excluindo a área do euro) aumentem gradualmente, mas a um ritmo mais fraco do que a atividade mundial. A nova escalada das tensões comerciais a nível mundial (cujos efeitos continuarão a fazer-se sentir em 2020), uma recuperação mais gradual das economias emergentes do que o projetado anteriormente e o reequilíbrio estrutural da economia chinesa contribuirão para um adiamento da retoma do comércio mundial. Em resultado, projeta-se que a elasticidade do comércio em relação ao produto só regresse ao valor unitário mais além do horizonte da projeção. Espera-se que o crescimento das importações mundiais (excluindo a área do euro) diminua de forma acentuada, passando de 4,6% em 2018 para zero este ano, antes de recuperar para taxas de crescimento de 0,8% em 2020, 2,4% em 2021 e 2,7% em 2022. Após uma expansão de 3,7% em 2018, a procura externa da área do euro deverá abrandar para 0,7% em 2019, subindo depois gradualmente para 1,0% em 2020, 2,3% em 2021 e 2,6% em 2022. Em comparação com as projeções de setembro de 2019, foi objeto de uma revisão em baixa de 0,3 pontos percentuais em 2019, 0,9 pontos percentuais em 2020 e 0,4 pontos percentuais em 2021. Além do impacto das tarifas aduaneiras anunciadas após a data de fecho da informação para as projeções de setembro de 2019 e dos resultados mais fracos, estas revisões

³ No primeiro trimestre de 2019, as importações do Reino Unido aumentaram 10% (em termos trimestrais em cadeia), em resultado da acumulação de existências em antecipação da data inicial de 29 de março de 2019 fixada para o Brexit. Subsequentemente, o desvanecimento da acumulação de existências no segundo trimestre resultou numa contração das importações de 13%.

também refletem a fraqueza generalizada do dinamismo das importações, tanto nas economias avançadas como nas economias emergentes, num contexto de perspectivas de crescimento reduzidas.

Projeta-se que o crescimento das exportações seja reduzido no curto prazo e que recupere gradualmente durante o resto do horizonte de projeção.

Segundo as projeções, na sequência de taxas de crescimento baixas no segundo e terceiro trimestres de 2019, as exportações permanecerão fracas nos últimos meses de 2019, em consonância com o abrandamento persistente do comércio mundial. No médio prazo, projeta-se que as exportações da área do euro registem uma recuperação e um crescimento globalmente em conformidade com a procura externa (ver a caixa 2). Após resultados fortes no segundo trimestre de 2019 (relacionados com uma subida abrupta do crescimento do investimento na Irlanda) e de um crescimento moderado no terceiro trimestre, espera-se que as importações cresçam, em geral, em consonância com a procura total (procura interna *mais* exportações) durante o horizonte de projeção. De um modo global, projeta-se que a contribuição do comércio líquido para o crescimento real do PIB seja praticamente neutra no conjunto do horizonte de projeção.

De acordo com as projeções, o crescimento do emprego será fraco, refletindo, em parte, fatores temporários no curto prazo, esperando-se, porém, que as restrições da oferta de mão de obra surjam mais adiante no horizonte de projeção.

O número de empregados aumentou 0,1% no terceiro trimestre de 2019, o que indica um abrandamento do dinamismo em comparação com as taxas de crescimento trimestrais observadas nos últimos quatro anos. Projeta-se que o crescimento do emprego se mantenha bastante reduzido no médio prazo, devido a restrições da oferta de mão de obra. Além disso, perto do final do horizonte de projeção, projeta-se também que a procura de mão de obra registre uma moderação em linha com o abrandamento da atividade.

O crescimento da população ativa deverá apresentar uma moderação ao longo do horizonte de projeção.

Espera-se que a população ativa continue a expandir-se, refletindo os projetados valores líquidos da imigração de trabalhadores (incluindo a esperada integração de refugiados) e os aumentos em curso da taxa de participação. No entanto, projeta-se que estes fatores se desvançam durante o horizonte de projeção e espera-se que o impacto adverso no crescimento da população ativa decorrente do envelhecimento da população aumente, em virtude de as gerações mais velhas deixarem de integrar a população ativa em números superiores aos das gerações mais jovens que passam a integrá-la.

No que respeita à taxa de desemprego na área do euro, espera-se que registre uma descida constante, atingindo 7,1% em 2022. Esta taxa desceu para 7,5% em outubro de 2019, o nível mais baixo observado desde 2008. Espera-se que as taxas de desemprego continuem a apresentar diferenças substanciais nos países da área do euro.

Projeta-se uma retoma do crescimento da produtividade do trabalho ao longo do horizonte de projeção. Após ter registado um forte dinamismo em 2017, o crescimento da produtividade do trabalho por trabalhador e por hora trabalhada diminuiu em 2018, refletindo o enfraquecimento inesperado da atividade. O crescimento da produtividade será igualmente reduzido em 2019, devido a um crescimento fraco do produto, mas a um crescimento do emprego ainda bastante robusto. Durante o resto do horizonte, o crescimento da produtividade deverá subir, à medida que a atividade ganha dinamismo e o crescimento do fator trabalho abranda. No médio prazo, o crescimento da produtividade do trabalho em termos homólogos deverá convergir no sentido da sua média de 1,0% anterior à crise⁴.

Em comparação com as projeções de setembro de 2019, o crescimento real do PIB foi revisto em baixa para 2020, não tendo, porém, sido objeto de revisão no que respeita a 2021. O crescimento em 2020 foi revisto em baixa, dado o impacto das revisões em baixa substanciais da procura externa ser apenas parcialmente compensado pelo impacto de políticas monetárias e orçamentais mais favoráveis e por uma depreciação efetiva do euro. Em 2021, o impacto de uma nova revisão em baixa mais limitada da procura externa é contrabalançado por políticas mais favoráveis.

Caixa 3

Repercussões entre países e setores na área do euro

Dois desenvolvimentos concomitantes ditaram o crescimento económico da área do euro desde o início de 2018: i) um enfraquecimento do comércio mundial, também à luz das crescentes tensões comerciais e da persistente incerteza mundial em termos de políticas e ii) uma dissociação entre os setores da indústria transformadora e dos serviços. A atividade na indústria transformadora, tal como refletida no Índice de Gestores de Compras (IGC) (ver o gráfico A), tem sido, desde inícios de 2018, gravemente afetada pela diminuição do comércio mundial e por alguns fatores internos adversos, relacionados, em especial, com a indústria automóvel alemã⁵. A atividade no conjunto do setor dos serviços permaneceu, até à data, relativamente resiliente, embora os indicadores baseados em inquéritos recentes apontem para alguma fraqueza nos serviços.

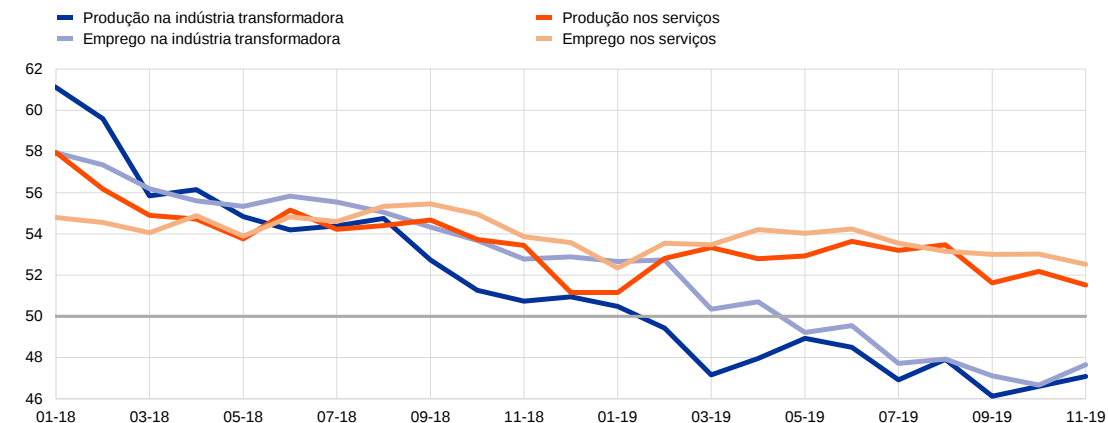
⁴ Média entre 1999 e 2007.

⁵ Ver “[Domestic versus foreign factors behind the fall in euro area industrial production](#)”, *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2019.

Gráfico A

Indicadores do IGC da área do euro

(índice de difusão, 50 = variação nula)



Fontes: Markit.

Nota: A última observação refere-se a novembro de 2019.

Os resultados do modelo sugerem que os fatores a nível mundial foram a principal razão para a fraqueza do IGC da produção na indústria transformadora nos países de grande dimensão da área do euro desde janeiro de 2018 (ver o gráfico B)⁶. Os choques adversos específicos do setor da indústria transformadora da área do euro contribuíram igualmente para a queda dos indicadores do IGC da produção na indústria transformadora.

Os serviços também foram ligeiramente afetados de forma negativa por fatores a nível mundial e interno, mas apresentaram uma maior resiliência (ver o gráfico B). O IGC da produção nos serviços também diminuiu desde janeiro de 2018, embora em muito menor medida do que o IGC da produção na indústria transformadora. Os resultados do modelo sugerem que os fatores a nível mundial foram igualmente os que mais contribuíram para a descida do IGC da produção nos serviços, ainda que o seu impacto tenha sido menos pronunciado do que no setor da indústria transformadora. Os choques na indústria transformadora da área do euro tiveram um papel limitado na diminuição do IGC da produção nos serviços.

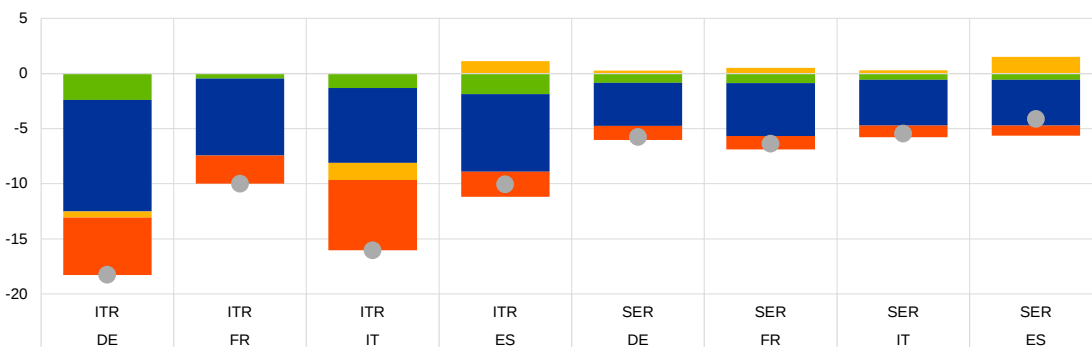
⁶ A importância relativa dos choques externos e internos como explicação dos indicadores do IGC da produção na indústria transformadora e nos serviços é avaliada utilizando um modelo vetorial autorregressivo estrutural (*structural vector autoregression* – SVAR). O exercício utiliza o IGC da produção na indústria transformadora e o IGC da produção nos serviços para a Alemanha, França, Itália e Espanha, bem como o IGC da área do euro para novas encomendas de exportações. O modelo é estimado ao longo do período de janeiro de 2007 a outubro de 2019. A identificação dos choques baseia-se no método de restrições à magnitude absoluta: um choque no país de origem tem, no impacto, um efeito maior em termos de valor absoluto nas variáveis internas do que nas variáveis externas. Além disso, pressupõe-se que as repercussões do comércio na indústria transformadora têm sempre um sinal positivo. O método de identificação de choques é explicado em De Santis, R. A. e Zimic, S, "Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 33, 2018, pp. 727-747.

Gráfico B

Fatores impulsionadores do IGC da indústria transformadora e dos serviços nos países da área do euro – fatores internos *versus* fatores externos

(diferença no índice de difusão)

- Devido a fatores a nível mundial
- Devido aos serviços na Alemanha, França, Itália e Espanha
- Devido à indústria transformadora na Alemanha, França, Itália e Espanha
- Tendência
- Variação do IGC entre janeiro de 2018 e outubro de 2019



Fontes: Markit e cálculos do BCE.

Notas: Os choques são identificados utilizando o método de restrições à magnitude absoluta (De Santis, R. A. e Zimic, S., "Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 33, 2018, pp. 727-747). "ITR": indústria transformadora; "SER": serviços. A última observação refere-se a outubro de 2019.

Em suma, os resultados sugerem que se verificaram algumas repercussões negativas dos fatores a nível mundial e da indústria transformadora para os serviços, embora o conjunto do setor dos serviços tenha, até à data, permanecido relativamente resiliente. É provável que tal reflita o facto de os atuais choques adversos estarem associados ao comércio de bens e ao setor automóvel, sendo, por conseguinte, específicos do setor da indústria transformadora, enquanto, ao mesmo tempo, a atividade em todos os setores foi apoiada por condições de financiamento favoráveis, que espelham a orientação extremamente acomodatória da política monetária.

2 Preços e custos

A inflação medida pelo IHPC deverá descer para 1,1% em 2020 e aumentar depois para 1,4% em 2021 e 1,6% em 2022 (ver o gráfico 2). É provável que as taxas de inflação global se apresentem moderadas, mas um pouco voláteis até ao segundo trimestre de 2020, refletindo principalmente efeitos de base na inflação da componente de produtos energéticos do IHPC. Até ao início de 2021, a inflação da componente de produtos energéticos do IHPC permanecerá negativa e só passará a ser positiva no segundo trimestre de 2021, à medida que a curva de preços dos futuros do petróleo estabilizar e alguns aumentos de impostos também produzam efeitos. Considera-se que a inflação da componente de produtos alimentares do IHPC se situará em torno de 1,8%. Após uma subida moderada até ao final de 2019, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares apresentará um movimento lateral no decurso de 2020 e aumentará para 1,4% em 2021 e 1,6% em 2022. A trajetória ascendente da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá ser apoiada pelo fortalecimento da atividade económica, por um crescimento dos salários relativamente robusto, num contexto de mercados de trabalho restritivos, e por uma recuperação das margens de lucro, à medida que a atividade ganhar ritmo com a ajuda, entre outros fatores, das medidas de política monetária adotadas pelo BCE em setembro de 2019. Espera-se também que a subida dos preços das matérias-primas não energéticas proporcione algum apoio à inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares.

Gráfico 2
IHPC da área do euro

(variação homóloga, em percentagem)



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

Após um abrandamento no segundo semestre de 2019, projeta-se que o crescimento da remuneração por trabalhador ganhe progressivamente dinamismo, atendendo a que os mercados de trabalho permanecem restritivos.

O principal fator impulsionador do crescimento dos salários é o estimado aumento da restritividade do mercado de trabalho em algumas regiões da área do euro. Numa análise para além do dinamismo cíclico, é expectável que a subida da inflação global nos dois últimos anos contribua para o crescimento robusto dos salários nos países da área do euro onde o processo de formação salarial inclui elementos retrospectivos. Além disso, alguns países procederam a aumentos dos salários mínimos, que poderão repercutir-se na distribuição salarial.

De acordo com as projeções, o crescimento dos custos unitários do trabalho deverá diminuir até ao início de 2021 e apresentar um movimento lateral nos anos subsequentes.

Após uma subida abrupta em 2019 no contexto do abrandamento cíclico da produtividade, espera-se que registe uma moderação no decurso de 2020, mantendo-se depois em 1,4%. O abrandamento do crescimento dos custos unitários do trabalho em 2020 reflete uma subida do crescimento da produtividade no contexto de um crescimento neutro dos salários, ao passo que o subsequente perfil horizontal denota uma continuação do crescimento da produtividade a par de uma subida do crescimento salarial.

Na sequência de uma contração em 2019, as margens de lucro deverão continuar a diminuir em 2020, recuperando depois ligeiramente no restante horizonte de projeção.

Verificou-se uma compressão das margens de lucro desde meados de 2018 e espera-se que estas permaneçam comprimidas em 2020, devido ao enfraquecimento da atividade económica, em especial no setor da indústria transformadora. Neste enquadramento, as margens de lucro estão a travar a aceleração dos custos unitários do trabalho relacionada com a produtividade. Além disso, anteriores aumentos dos preços do petróleo pesaram sobre os termos de troca, afetando negativamente a evolução das margens de lucro. Estes fatores deverão tornar-se menos importantes, à medida que os preços do petróleo estabilizarem e a atividade económica ganhar ritmo, com a transmissão gradual dos anteriores aumentos salariais aos preços.

Tendo abrandado no decurso de 2019, as pressões externas sobre os preços deverão aumentar de forma moderada até 2021 e, posteriormente, apresentar-se estáveis.

Estima-se que a taxa de crescimento anual do deflator das importações tenha diminuído em 2019 e espera-se que registe um aumento gradual em 2020 e 2021. Este perfil é determinado, em grande medida, pelos movimentos dos preços do petróleo, que fizeram baixar os preços das importações em 2019 e, conforme sugerido pela curva dos futuros do petróleo, continuarão a atenuá-los ligeiramente durante o horizonte de projeção, mas em considerável menor grau. A subida dos preços das matérias-primas não petrolíferas e as pressões sobre os preços subjacentes a nível mundial deverão apoiar a inflação dos preços das importações.

Em comparação com as projeções de setembro de 2019, a projeção relativa à inflação medida pelo IHPC foi revista em alta para 2020 e em baixa para 2021.

Estas revisões são, em parte, explicadas pela componente de preços dos produtos

energéticos, que foi revista em alta para 2020, mas em baixa para 2021, devido a preços do petróleo mais elevados no curto prazo e a um perfil ligeiramente mais descendente da curva de preços dos futuros do petróleo. A inflação dos preços dos produtos alimentares foi também revista em baixa para 2020 e 2021, espelhando parcialmente uma inflação mais baixa dos preços internacionais das matérias-primas alimentares. A projeção para a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos foi objeto de uma ligeira revisão em alta para 2020 e de uma ligeira revisão em baixa para 2021, refletindo a interação entre, por um lado, as pressões em sentido ascendente decorrentes de uma taxa de câmbio mais fraca e os efeitos indiretos de preços do petróleo mais altos e, por outro lado, os preços mundiais mais fracos e uma trajetória mais baixa para os salários e as margens de lucro.

3 Perspetivas orçamentais

Considera-se que a orientação orçamental da área do euro⁷ será expansionista no período de 2019 a 2021 e, em geral, neutra em 2022. A projetada menor restritividade da orientação orçamental no período de 2019 a 2021 resulta sobretudo de cortes nos impostos diretos e de transferências públicas mais elevadas e, em certa medida, de um maior investimento e consumo públicos. Projeta-se que a orientação orçamental seja globalmente neutra em 2022, com alguns novos cortes limitados dos impostos diretos e despesas adicionais.

Quanto ao saldo orçamental da área do euro, projeta-se que diminua de forma constante de 2019 a 2021 e estabilize em 2022, enquanto o rácio da dívida mantém uma trajetória descendente. A diminuição do saldo orçamental no período de 2019 a 2021 decorre da orientação orçamental expansionista. Tal é parcialmente compensado pelas menores despesas com juros, ao passo que a componente cíclica permanece inalterada durante o horizonte de projeção. A diminuição do rácio da dívida pública ao longo do horizonte de projeção é apoiada pelo diferencial favorável entre taxa de juro e taxa de crescimento e pelo excedente primário, embora este último esteja a diminuir com o tempo.

As perspetivas orçamentais da área do euro para 2020 e 2021 deterioraram-se um pouco em comparação com as projeções de setembro de 2019.

Na sequência de uma revisão em alta limitada no que respeita a 2019, o défice orçamental mais elevado em 2020 e 2021 reflete a redução adicional da restritividade orçamental, enquanto a componente cíclica e as projeções relativas aos pagamentos de juros permanecem, em geral, inalteradas. Projeta-se que o rácio da dívida apresente numa trajetória ligeiramente mais elevada do que a avançada nas projeções de setembro de 2019, em resultado das revisões em sentido ascendente dos dados históricos, dos projetados excedentes primários menores e dos diferenciais entre taxa de juro e taxa de crescimento menos favoráveis no período de 2020 e 2021.

Caixa 4

Análises de sensibilidade

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

⁷ A orientação da política orçamental é medida como a variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro.

1) Trajetórias alternativas dos preços do petróleo

Esta análise de sensibilidade tem por objetivo avaliar as implicações das trajetórias alternativas dos preços do petróleo. Os pressupostos técnicos relativos à evolução dos preços do petróleo subjacentes às projeções de referência, baseados nos mercados de futuros do petróleo, preveem um perfil ligeiramente descendente dos preços do petróleo, com os preços do petróleo bruto Brent a situarem-se em torno de USD 57 por barril no final de 2022. São analisadas duas trajetórias alternativas dos preços do petróleo. A primeira trajetória foi calculada a partir do percentil 25 da distribuição obtida através das densidades implícitas extraídas das opções no que respeita ao preço do petróleo em 19 de novembro de 2019. Esta trajetória comporta uma diminuição gradual do preço do petróleo para USD 46,7 por barril em 2022, valor que é 18,1% mais baixo do que o pressuposto na projeção de referência para esse ano. Utilizando a média dos resultados dos diversos modelos macroeconómicos elaborados pelos especialistas, esta trajetória teria um pequeno impacto ascendente no crescimento real do PIB (em torno de 0,1 pontos percentuais em 2021), ao passo que a inflação medida pelo IHPC seria mais baixa 0,4 pontos percentuais em 2020, 0,3 pontos percentuais em 2021 e 0,2 pontos percentuais em 2022. A segunda trajetória foi calculada a partir do percentil 75 da mesma distribuição e implica um aumento dos preços do petróleo para USD 78,7 por barril em 2022, valor que é 38,1% superior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. Esta trajetória implicaria que a inflação medida pelo IHPC seria mais elevada 0,7 pontos percentuais em 2020, 0,6 pontos percentuais em 2021 e 0,3 pontos percentuais em 2022, enquanto o crescimento real do PIB seria ligeiramente inferior (descendo 0,1 pontos percentuais em 2020, 2021 e 2022).

2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

Esta análise de sensibilidade investiga os efeitos de um fortalecimento da taxa de câmbio do euro. Este cenário é coerente com a distribuição das densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções no que respeita à taxa de câmbio USD/EUR em 19 de novembro de 2019, distribuição essa que se apresenta fortemente enviesada no sentido de uma apreciação do euro. O percentil 75 da distribuição implica uma apreciação do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a taxa de câmbio a ser de USD 1,25 por euro em 2022, valor que é 12,8% superior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. O pressuposto correspondente relativo à taxa de câmbio efetiva nominal do euro reflete regularidades históricas, segundo as quais variações na taxa de câmbio USD/EUR correspondem a variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de um pouco mais de 50%. Neste cenário, a média dos resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados pelos especialistas aponta para um crescimento real do PIB e uma inflação medida pelo IHPC mais baixos 0,2 pontos percentuais em 2020, 0,4 a 0,5 pontos percentuais em 2021 e 0,2 a 0,3 pontos percentuais em 2022.

Caixa 5

Previsões elaboradas por outras instituições

Estão disponíveis várias previsões para a área do euro elaboradas por organizações internacionais e instituições do setor privado. Todavia, essas previsões não são rigorosamente comparáveis entre si ou com as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do

BCE/Eurosistema, visto 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).

As projeções dos especialistas do Eurosistema para o crescimento real do PIB e para a inflação medida pelo IHPC estão dentro dos intervalos das previsões de outras instituições e de analistas do setor privado.

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			
		2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
Projeções do Eurosistema	Dezembro de 2019	1,2	1,1	1,4	1,4	1,2	1,1	1,4	1,6
		[1,1 – 1,3]	[0,5 – 1,7]	[0,5 – 2,3]	[0,4 – 2,4]	[1,2 – 1,2]	[0,6 – 1,6]	[0,7 – 2,1]	[0,8 – 2,4]
Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Novembro de 2019	1,2	1,1	1,2	–	1,2	1,1	1,4	–
Barómetro da Zona Euro	Novembro de 2019	1,1	0,9	1,2	1,3	1,2	1,2	1,5	1,6
Consensus Economics	Novembro de 2019	1,1	1,0	1,1	1,3	1,2	1,2	1,5	1,7
Comissão Europeia	Novembro de 2019	1,1	1,2	1,2	–	1,2	1,2	1,3	–
Inquérito a analistas profissionais	Outubro de 2019	1,1	1,0	1,3	–	1,2	1,2	1,4	–
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Outubro de 2019	1,2	1,4	1,4	1,4	1,2	1,4	1,5	1,7

Fontes: *Economic Outlook*, de novembro de 2019, da OCDE; Barómetro da Zona Euro da MJEconomics – inquérito de novembro de 2019 para 2019 e 2020 e inquérito de outubro de 2019 para 2021 e 2022; previsões da Consensus Economics – inquérito de novembro de 2019 para 2019 e 2020 e inquérito de outubro de 2019 para 2021 e 2022; previsões económicas do outono de 2019 da Comissão Europeia; inquérito do BCE a analistas profissionais relativo ao quarto trimestre de 2019; *World Economic Outlook*, de outubro de 2019, do FMI.

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

© **Banco Central Europeu 2019**

Endereço postal 60640 Frankfurt am Main, Alemanha

Telefone +49 69 1344 0

Sítio Web www.ecb.europa.eu

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

Para uma definição da terminologia específica, consultar o [glossário do BCE](#) (disponível apenas em língua inglesa).

HTML ISSN 2529-4792, QB-CF-19-002-PT-Q