



Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE¹ – março de 2018

Projeta-se que a expansão económica na área do euro permaneça robusta, com taxas de crescimento situadas acima do potencial. O crescimento real do produto interno bruto (PIB) deverá abrandar, passando de 2.5% em 2017 para 1.7% em 2020², à medida que alguns fatores favoráveis desaparecem lentamente. Espera-se que a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) suba para 1.7% em 2020, sustentada pelo aumento gradual da inflação subjacente, face ao crescente caráter vinculativo das restrições em termos de capacidade produtiva.

1 Economia real

Indicadores muito favoráveis sugerem que o crescimento real do PIB continuará a ser robusto no curto prazo. De acordo com os dados mais recentes divulgados pelo Eurostat, o PIB real aumentou 0.6% no quarto trimestre de 2017, impulsionado pelos contributos positivos da procura interna – em especial, das despesas de investimento fixo – e do comércio líquido. As condições no mercado de trabalho continuaram a melhorar, tendo a taxa de desemprego descido para 8.6% em janeiro de 2018, o seu nível mais baixo desde finais de 2008. Projeta-se que o crescimento real do PIB permaneça robusto no primeiro semestre de 2018, em consonância com os níveis muito elevados do sentimento das empresas e dos consumidores.

¹ As projeções macroeconómicas dos especialistas do BCE fazem parte do material preparado para o Conselho do BCE, no sentido de este avaliar a evolução económica e os riscos para a estabilidade de preços. As projeções elaboradas por especialistas do BCE ou do Eurosistema não são objeto de aprovação pelo Conselho do BCE, nem refletem necessariamente as opiniões do mesmo sobre as perspetivas para a área do euro. É fornecida informação sobre as técnicas e os procedimentos utilizados num guia sobre as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema/do BCE (*A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*), publicado em julho de 2016 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE. A data de fecho relativa a pressupostos técnicos, como os preços do petróleo e as taxas de câmbio, foi 13 de fevereiro de 2018 (ver a caixa 1). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício de projeção foi 19 de fevereiro de 2018.

O exercício de projeção macroeconómica atual abrange o período de 2018 a 2020. 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).

² Os valores referem-se a dados corrigidos de dias úteis.

No médio prazo, mantêm-se os fundamentos para uma continuação da

expansão. Espera-se que vários fatores propícios continuem a apoiar a procura interna. A transmissão da orientação muito acomodaticia da política monetária do BCE à economia prossegue. O crescimento do crédito ao setor privado continua a aumentar, impelido pelas taxas de juro baixas e pelas condições de financiamento bancário favoráveis. A menor necessidade de desalavancagem contribuirá igualmente para o dinamismo da despesa privada. Além disso, o consumo privado e o crescimento do investimento residencial deverão beneficiar de novas melhorias das condições no mercado de trabalho e de um aumento do património líquido das famílias. Paralelamente, o investimento empresarial continuará a recuperar, refletindo também um fortalecimento das margens de lucro face a pressões crescentes do lado da procura. As exportações da área do euro deverão permanecer robustas, beneficiando da expansão em curso da atividade económica mundial e do correspondente crescimento da procura externa da área do euro.

Quadro 1

Projeções macroeconómicas para a área do euro¹⁾

(variação anual, em percentagem)

| | Março de 2018 | | | | Dezembro de 2017 | | | |
|---|---------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| PIB real | 2.5 | 2.4 | 1.9 | 1.7 | 2.4 | 2.3 | 1.9 | 1.7 |
| | | [2.1 - 2.7] ²⁾ | [0.9 - 2.9] ²⁾ | [0.7 - 2.7] ²⁾ | [2.3 - 2.5] ²⁾ | [1.7 - 2.9] ²⁾ | [0.9 - 2.9] ²⁾ | [0.6 - 2.8] ²⁾ |
| Consumo privado | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| Consumo público | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| Formação bruta de capital fixo | 3.7 | 4.4 | 3.4 | 2.8 | 4.4 | 4.3 | 3.4 | 2.9 |
| Exportações ³⁾ | 5.2 | 5.3 | 4.1 | 3.8 | 5.0 | 5.1 | 4.1 | 3.7 |
| Importações ³⁾ | 4.6 | 5.1 | 4.5 | 4.0 | 5.1 | 5.2 | 4.4 | 3.9 |
| Emprego | 1.7 | 1.4 | 1.1 | 0.8 | 1.7 | 1.3 | 1.0 | 0.8 |
| Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa) | 9.1 | 8.3 | 7.7 | 7.2 | 9.1 | 8.4 | 7.8 | 7.3 |
| IHPC | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.5 | 1.7 |
| | | [1.1 - 1.7] ²⁾ | [0.6 - 2.2] ²⁾ | [0.8 - 2.6] ²⁾ | [1.5 - 1.5] ²⁾ | [0.9 - 1.9] ²⁾ | [0.7 - 2.3] ²⁾ | [0.8 - 2.6] ²⁾ |
| IHPC excluindo preços dos produtos energéticos | 1.2 | 1.2 | 1.6 | 1.9 | 1.2 | 1.3 | 1.6 | 1.9 |
| IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares | 1.0 | 1.1 | 1.5 | 1.8 | 1.0 | 1.1 | 1.5 | 1.8 |
| IHPC excluindo preços dos produtos energéticos, preços dos produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos ⁴⁾ | 1.0 | 1.1 | 1.5 | 1.8 | 1.0 | 1.1 | 1.5 | 1.8 |
| Custos unitários do trabalho | 0.8 | 1.1 | 1.2 | 1.8 | 0.9 | 1.2 | 1.1 | 1.8 |
| Remuneração por trabalhador | 1.6 | 2.2 | 2.0 | 2.7 | 1.7 | 2.1 | 1.9 | 2.7 |
| Produtividade do trabalho | 0.8 | 1.0 | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB) | -1.0 | -0.7 | -0.6 | -0.3 | -1.1 | -0.9 | -0.9 | -0.5 |
| Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) ⁵⁾ | -1.0 | -1.0 | -0.9 | -0.9 | -1.1 | -1.1 | -1.1 | -1.0 |
| Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB) | 86.7 | 84.4 | 82.1 | 79.7 | 87.0 | 85.1 | 83.1 | 80.7 |
| Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB) | 3.7 | 4.2 | 4.3 | 4.5 | 3.1 | 2.9 | 2.7 | 2.8 |

1) As projeções para o PIB real e respetivas componentes têm por base dados corrigidos de dias úteis.

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

3) Incluindo comércio intra-área do euro.

4) 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.

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

No entanto, projeta-se que o crescimento real do PIB registe um ligeiro abrandamento no horizonte de projeção, com o desaparecimento gradual de muitos fatores favoráveis. Espera-se que o impacto das anteriores medidas de política monetária diminua gradualmente durante o horizonte de projeção.

O aumento das poupanças por motivos de precaução e o abrandamento do crescimento do emprego – em parte, em resultado da escassez, cada vez mais vinculativa, da oferta de mão de obra em alguns países – poderão atenuar a evolução das despesas de consumo. A forte apreciação do euro desde abril de 2017 e uma desaceleração da taxa de crescimento da procura externa da área do euro deverão atenuar o crescimento das exportações.

O crescimento do rendimento disponível real permanecerá sólido. Espera-se que o contributo dos salários e vencimentos brutos para o crescimento do rendimento disponível nominal se mantenha, em geral, inalterado no decurso do horizonte de projeção, com o crescimento mais forte dos salários nominais a compensar o impacto do abrandamento do crescimento do emprego. Projeta-se um fortalecimento do crescimento de outros rendimentos pessoais, refletindo uma evolução positiva dos lucros e dos rendimentos da propriedade. De acordo com as projeções, o crescimento do rendimento disponível real deverá ganhar dinamismo em 2018 e 2019, registando depois um enfraquecimento em 2020, com o reforço da inflação dos preços no consumidor.

O crescimento do consumo privado permanecerá favorável. Níveis muito elevados de confiança dos consumidores, a expectativa de novas melhorias das condições no mercado de trabalho e o aumento dos salários reais por trabalhador sugerem um crescimento sólido do consumo nos próximos trimestres. Contudo, no médio prazo, projeta-se que o crescimento do consumo privado fique um pouco aquém do crescimento do rendimento disponível real, dada a probabilidade de as famílias redirecionarem cada vez mais rendimento para poupanças.

O crescimento do consumo privado deverá também ser apoiado por condições de financiamento bancário favoráveis, reforçadas pelas medidas de política monetária do BCE, e pelos progressos em termos de desalavancagem.

Embora tenham afetado tanto as receitas de juros como os pagamentos de juros das famílias, as taxas de juro baixas tendem a redistribuir recursos dos aforradores líquidos para os mutuários líquidos. Visto que, em regra, os mutuários líquidos têm maior propensão marginal para consumir, esta redistribuição deverá apoiar o consumo privado agregado. Além disso, o aumento do património líquido das

famílias e os progressos em termos de desalavancagem deverão igualmente apoiar o consumo.

Ao longo do horizonte de projeção, o rácio de poupança das famílias deverá aumentar de forma gradual de níveis historicamente baixos. O rácio de poupança diminuiu no passado recente, espelhando sobretudo a melhoria da situação económica e financeira das famílias e o impacto das taxas de juro muito baixas na propensão das famílias para a poupança. Projeta-se que o rácio de poupança aumente no decurso do horizonte de projeção, refletindo a esperada recuperação das poupanças por motivos de precaução no contexto de uma moderação da expansão cíclica, bem como o maior contributo do crescimento dos rendimentos não relacionados com o trabalho. Espera-se também um aumento do rácio de poupança das famílias em resposta a cortes nos impostos diretos em alguns países.

Caixa 1

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

Em comparação com as projeções de dezembro de 2017, os pressupostos técnicos incluem uma taxa de câmbio do euro mais forte, em particular face ao dólar dos Estados Unidos, preços do petróleo mais altos 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 13 de fevereiro de 2018. 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 -0.3% em 2018, de -0.1% em 2019 e de 0.4% em 2020. As expectativas do mercado quanto às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos na área do euro implicam um nível médio de 1.3% em 2018, 1.6% em 2019 e 1.9% em 2020³. Em comparação com as projeções de dezembro de 2017, as expectativas do mercado em relação às taxas de juro de curto prazo foram objeto de uma ligeira revisão em alta em 10 e 30 pontos base, respetivamente, para 2019 e 2020, ao passo que as taxas de juro de longo prazo foram revistas em alta em cerca de 20 pontos base ao longo do 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 13 de fevereiro de 2018, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent aumente de USD 54.4 em 2017 para USD 65.0 em 2018 e diminua para USD 61.2 em 2019 e USD 58.3 em 2020. Esta trajetória implica que, em comparação com as projeções de dezembro de 2017, os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos são mais elevados 5.5% em 2018,

³ 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.

3.8% em 2019 e 1.7% em 2020. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que registem um novo aumento substancial em 2018 e, posteriormente, uma subida um pouco mais moderada⁴.

Relativamente às taxas de câmbio bilaterais, parte-se do pressuposto de que, ao longo do horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevalecentes no período de duas semanas findo em 13 de fevereiro de 2018, a data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio média de USD 1.23 por euro em 2018 e de USD 1.24 por euro em 2019 e 2020, o que compara com USD 1.17 nas projeções de dezembro de 2017. A taxa de câmbio efetiva do euro (face a 38 parceiros comerciais) é 1.6% mais alta do que o pressuposto nas projeções de dezembro de 2017.

Pressupostos técnicos

| | Março de 2018 | | | | Dezembro de 2017 | | | |
|--|---------------|------|------|------|------------------|------|------|------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| EURIBOR a três meses (em percentagem por ano) | -0.3 | -0.3 | -0.1 | 0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.1 | 0.1 |
| Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano) | 1.0 | 1.3 | 1.6 | 1.9 | 1.1 | 1.1 | 1.4 | 1.7 |
| Preço do petróleo (USD/barril) | 54.4 | 65.0 | 61.2 | 58.3 | 54.3 | 61.6 | 58.9 | 57.3 |
| Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem) | 7.9 | 7.4 | 3.2 | 4.5 | 7.9 | 3.3 | 3.4 | 4.3 |
| Taxa de câmbio USD/EUR | 1.13 | 1.23 | 1.24 | 1.24 | 1.13 | 1.17 | 1.17 | 1.17 |
| Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem) | 2.2 | 4.5 | 0.1 | 0.0 | 2.2 | 2.8 | 0.0 | 0.0 |

A recuperação do investimento residencial deverá prosseguir. O investimento em habitação subiu fortemente nos últimos trimestres, apoiado por condições de financiamento favoráveis e pelo aumento do crescimento do rendimento relacionado com a criação de emprego em curso. Além disso, os processos de ajustamento em sentido descendente nos mercados da habitação chegaram aparentemente ao fim em diversos países da área do euro. Os inquéritos indicam que as famílias planeiam cada vez mais adquirir ou construir casa ou proceder a melhorias na habitação nos próximos dois anos. As principais condições para a continuação da retoma do investimento residencial persistem ao longo do horizonte de projeção. Contudo, espera-se alguma perda de dinamismo, refletindo a fase de maturidade do ciclo habitacional e o desvanecimento do impacto de incentivos fiscais em alguns países, bem como tendências demográficas adversas.

Espera-se que o investimento empresarial continue a recuperar no decurso do horizonte de projeção, embora a um ritmo decrescente. O investimento empresarial deverá continuar a ser apoiado por vários fatores: a confiança das empresas permanece muito elevada, devido às expectativas muito favoráveis

⁴ 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 tocante aos preços de outras matérias-primas não energéticas e não alimentares, pressupõe-se que sigam os futuros até ao primeiro trimestre de 2019, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial.

em termos de produção e carteiras de encomendas; a utilização da capacidade produtiva continua a aumentar rapidamente e aproxima-se do nível máximo observado antes da crise; as condições de financiamento deverão permanecer muito favoráveis ao longo do horizonte de projeção; e as margens de lucro deverão registar um aumento, no contexto de um setor das sociedades não financeiras já caracterizado por uma liquidez elevada. Acresce que a recuperação forte dos preços das ações observada nos últimos anos (não obstante a correção modesta) e o crescimento moderado do financiamento por dívida levaram o rácio de alavancagem (dívida em relação ao total de ativos) no setor das sociedades não financeiras para perto de mínimos históricos. Todavia, o endividamento bruto consolidado (o rácio da dívida em relação ao rendimento) diminuiu bastante menos, situando-se agora em níveis anteriores à crise. A perda gradual de dinamismo do investimento empresarial durante o horizonte de projeção reflete igualmente a desaceleração geral da procura interna e externa.

Caixa 2

Enquadramento internacional

O ritmo de expansão da economia mundial registou um fortalecimento no segundo semestre de 2017, com o crescimento da atividade e do comércio a tornar-se mais

generalizado. Os dados e indicadores baseados em inquéritos apontam para um crescimento mundial sustentado no curto prazo, estando o Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto (excluindo a área do euro) próximo da sua média de longo prazo.

As condições financeiras mundiais mantêm-se acomodáticas, não obstante o aumento da restritividade das taxas de juro a nível mundial desde o início de 2018. As taxas de juro de longo prazo subiram nos Estados Unidos e os mercados acionistas mundiais registaram uma forte descida em fevereiro, ao passo que a volatilidade também aumentou. Numa análise prospetiva, espera-se que o crescimento da atividade económica mundial permaneça, em geral, estável, mas abaixo das taxas de crescimento potencial anteriores à crise. As perspetivas entre as economias avançadas envolvem uma expansão robusta, com a atividade a ser impulsionada no curto prazo pela recente reforma fiscal nos Estados Unidos. Subsequentemente, o crescimento do produto deverá abrandar um pouco, face à evolução da retoma e à passagem gradual dos desvios do produto para valores positivos. Nas economias emergentes, as perspetivas são apoiadas pela recuperação das economias exportadoras de matérias-primas, em particular o Brasil e a Rússia, e pelo crescimento resiliente na Índia e na China. De acordo com as projeções, a atividade mundial (excluindo a área do euro) registará uma expansão de 4.1% em 2018 e depois um abrandamento moderado, situando-se em 3.7% em 2020. Em comparação com o exercício de projeção de dezembro de 2017, o crescimento do PIB mundial foi revisto em sentido ascendente de 2017 a 2019, refletindo sobretudo o impacto favorável do pacote orçamental dos Estados Unidos.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

| | Março de 2018 | | | | Dezembro de 2017 | | | |
|---|---------------|------|------|------|------------------|------|------|------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| PIB real mundial (excluindo a área do euro) | 3.8 | 4.1 | 3.9 | 3.7 | 3.7 | 3.9 | 3.8 | 3.7 |
| Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾ | 5.6 | 4.9 | 4.5 | 3.9 | 5.6 | 4.5 | 4.2 | 3.7 |
| Procura externa da área do euro ²⁾ | 5.5 | 4.7 | 4.1 | 3.6 | 5.5 | 4.4 | 3.8 | 3.5 |

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

Após um crescimento excecionalmente forte no primeiro semestre de 2017, o crescimento do comércio mundial deverá permanecer robusto nos próximos trimestres, em conformidade com indicadores do comércio mundial favoráveis. No médio prazo, espera-se que as perspetivas relativas ao comércio se apresentem mais em consonância com as perspetivas para a atividade mundial (ancoradas com uma elasticidade do comércio em relação ao crescimento do PIB mundial de cerca de 1). A procura externa da área do euro deverá observar uma expansão de 5.5% em 2017, 4.7% em 2018, 4.1% em 2019 e 3.6% em 2020. Em comparação com as projeções de dezembro de 2017, a procura externa da área do euro foi revista em sentido ascendente, refletindo sobretudo o impacto positivo da reforma fiscal nos Estados Unidos, que deverá impulsionar a procura de importações neste país.

Caixa 3

Fatores impulsionadores das perspetivas para o comércio mundial

Após um período prolongado de crescimento lento, o comércio mundial registou uma recuperação ao longo dos últimos 18 meses. As importações mundiais apresentaram uma expansão de 5.5% em 2017, muito acima da média de 2012 a 2016. O crescimento das importações mundiais excedeu igualmente a expansão da atividade mundial, o que implicou um aumento da elasticidade do comércio mundial em relação ao rendimento. O mais recente fortalecimento do comércio mundial parece refletir, em parte, alguns fatores pontuais específicos – em particular, um aumento forte do comércio em alguns países asiáticos emergentes, bem como a volatilidade inerente dos dados sobre o comércio mundial –, ao passo que a recuperação do comércio mundial durante o ano transato parece ser generalizada entre regiões. De entre as 32 maiores economias a nível mundial, só cinco não registaram um aumento das importações em 2017, face à média dos cinco anos anteriores.

A recuperação cíclica da atividade mundial e, em particular, do investimento contribuiu para a retoma do comércio. Após o desempenho dececionante dos últimos anos, a atividade mundial mostrou sinais de uma recuperação cíclica. Mais importante ainda para o comércio mundial, o investimento, que é uma componente da procura relativamente intensiva em importações, atingiu níveis muito baixos no início de 2016 (representando o mínimo em termos de crescimento do comércio mundial) e, nos últimos trimestres, registou uma expansão assinalável, tendo alcançado um nível próximo da sua média anterior à crise. A retoma da atividade e do investimento reflete uma série de fatores: as políticas nas economias avançadas foram cada vez mais favoráveis, com a contenção orçamental a abrandar e a política monetária a manter-se extremamente acomodaticia. As condições de financiamento favoráveis, num contexto de aumento da confiança,

também deram o seu contributo. Além disso, a estabilidade ou a subida dos preços das matérias-primas apoiou o investimento em economias exportadoras de matérias-primas, o qual tinha registado uma contração na sequência da forte deterioração dos termos de troca após 2014.

Modelos da procura de importações específicos por país sustentam o papel do investimento como fator impulsionador da evolução recente do comércio. Estimativas de modelos-padrão da procura de importações para 19 países, que representam 75% das importações mundiais, corroboram a conclusão de que a recuperação foi apoiada, em parte, pela crescente procura de investimento mundial. Outra explicação para o recente reforço do crescimento do comércio, também indicada pelos modelos, é o facto de a elasticidade do comércio em relação ao rendimento ser extremamente pró-cíclica: em períodos de recuperação económica, em que a atividade apresenta uma expansão mais rápida do que o seu nível tendencial, a elasticidade do comércio em relação ao rendimento também tende a aumentar. Esta interpretação é coerente com a experiência passada: à medida que a atividade mundial recuperou da fragilidade observada em 2015 e 2016, o comércio mundial aumentou ainda mais rapidamente – ou seja, a elasticidade do comércio em relação ao rendimento melhorou.

Espera-se que os fatores favoráveis subjacentes à recente melhoria da elasticidade do comércio em relação ao rendimento se desvançam no decurso do horizonte de projeção.

As projeções em relação ao investimento mundial apontam para uma nova expansão moderada, face à evolução da retoma, à diminuição da capacidade produtiva disponível e ao abrandamento da atividade mundial. Além disso, a expectativa é de uma moderação da expansão económica mundial. Por conseguinte, a elasticidade do comércio em relação ao rendimento deverá diminuir, em virtude da trajetória de crescimento do investimento mais modesta e também devido ao seu carácter pró-cíclico, à medida que o crescimento mundial abranda. Consequentemente, espera-se que as importações registem um crescimento mais em linha com a atividade na parte final do horizonte de projeção. Tal está em consonância com a evidência de que os fatores estruturais de mais longo prazo que antes tinham impulsionado a rápida expansão do comércio mundial a um ritmo que ultrapassou a expansão da atividade mundial – designadamente, a rápida expansão das cadeias de valor mundiais – se desvaneceram desde a crise financeira⁵.

De acordo com as projeções, o crescimento das exportações extra-área do euro será atenuado pela recente apreciação do euro. Na sequência de um crescimento robusto no segundo semestre de 2017, espera-se que as exportações extra-área do euro apresentem um ritmo de crescimento mais lento do que a procura externa da área do euro, em virtude da recente apreciação do euro, implicando algumas perdas de quotas de mercado das exportações. As importações extra-área do euro deverão beneficiar da evolução positiva da procura interna e de um euro mais forte. Projeta-se que o crescimento das importações apresente uma desaceleração menor do que o crescimento das exportações, o que resultará num contributo ligeiramente negativo do comércio líquido para o crescimento económico ao longo de 2018 e, subseqüentemente, num contributo neutro.

⁵ Ver igualmente Sistema Europeu de Bancos Centrais, Grupo de Trabalho do Comité de Relações Internacionais, “Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?”, *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais do BCE*, n.º 178, 2016.

Segundo as projeções, o crescimento do emprego registará uma desaceleração.

O número de indivíduos empregados na área do euro aumentou 0.4% no terceiro trimestre de 2017 e estima-se que tenha registado nova expansão no quarto trimestre. A recente força do crescimento do emprego foi generalizada entre os países e inquéritos prospetivos sugerem a continuação de um crescimento robusto do emprego no curto prazo. As projeções indicam que, posteriormente, o crescimento do emprego deverá perder algum dinamismo, dado esperar-se que o impacto de alguns fatores temporários favoráveis (tais como estímulos orçamentais em alguns países) se desvaneça de forma gradual e projetar-se que o emprego no setor público seja objeto de uma redução em alguns países.

O crescimento da população ativa será, de acordo com as projeções, cada vez mais atenuado pela escassez da oferta de mão de obra.

Espera-se que a expansão da população ativa prossiga durante o horizonte de projeção, refletindo os valores líquidos relativos à imigração de trabalhadores, a esperada integração de refugiados e um novo aumento das taxas de participação no mercado de trabalho. Todavia, projeta-se que, no decurso do horizonte de projeção, estes efeitos positivos sejam gradualmente suplantados pelo impacto de fatores demográficos cada vez mais adversos. Tal contribui também para um abrandamento do crescimento do emprego em 2019 e 2020.

A taxa de desemprego deverá diminuir para 7.2% em 2020. Esta taxa desceu para 8.6% em janeiro de 2018, o nível mais baixo observado desde finais de 2008. Numa análise prospetiva, projeta-se que o número de desempregados continue a diminuir de modo considerável, aproximando-se do nível mínimo observado antes da crise.

Refletindo o seu padrão cíclico, o crescimento da produtividade do trabalho será mais alto do que em anos precedentes.

A produtividade do trabalho ganhou dinamismo em 2017, à medida que o acima mencionado impulso temporário dado ao emprego começou a desvanecer-se. Em termos prospetivos, a cada vez maior utilização de capital num contexto de diminuição da margem disponível na economia, o aumento do número de horas trabalhadas por empregado e alguns ganhos de produtividade total dos fatores sugerem que o crescimento da produtividade do trabalho será, em geral, sustentado ao longo do horizonte de projeção. Contudo, em 2019 e 2020, espera-se que o crescimento da produtividade do trabalho se situe ligeiramente abaixo da taxa média de 1% registada antes da crise.

O crescimento real do PIB deverá manter-se acima do crescimento potencial até 2020.

Estima-se que o crescimento do produto potencial tenha adquirido algum dinamismo nos anos recentes, apoiado por contribuições mais favoráveis do capital, da mão de obra e da produtividade total dos fatores. No final do horizonte de projeção, embora ainda se situe aquém do crescimento real do PIB, espera-se que o crescimento potencial regresse, em geral, às taxas de crescimento observadas imediatamente antes da crise. Importa, porém, destacar que tanto o crescimento potencial como os fatores impulsionadores do mesmo não são observáveis e que a incerteza em torno das estimativas é considerável.

Em comparação com as projeções de dezembro de 2017, o crescimento real do PIB foi revisto em alta no que respeita a 2018 e permanece inalterado no tocante a 2019 e 2020. A revisão em sentido ascendente no que se refere a 2018 está relacionada sobretudo com um sentimento das empresas e dos consumidores melhor do que antes esperado, implicando um dinamismo mais forte do crescimento, bem como com revisões em alta da procura externa. Subsequentemente, espera-se que o impacto positivo do dinamismo mais forte do crescimento seja, em geral, compensado pelo impacto adverso da recente apreciação do euro nas exportações extra-área do euro e de taxas de juro de longo prazo mais elevadas.

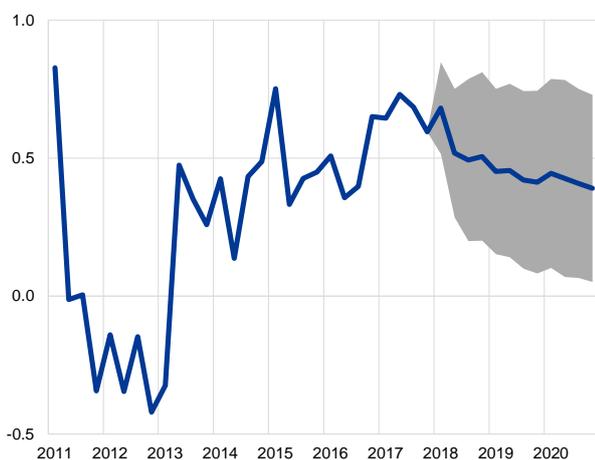
Gráfico 1

Projeções macroeconómicas¹⁾

(dados trimestrais)

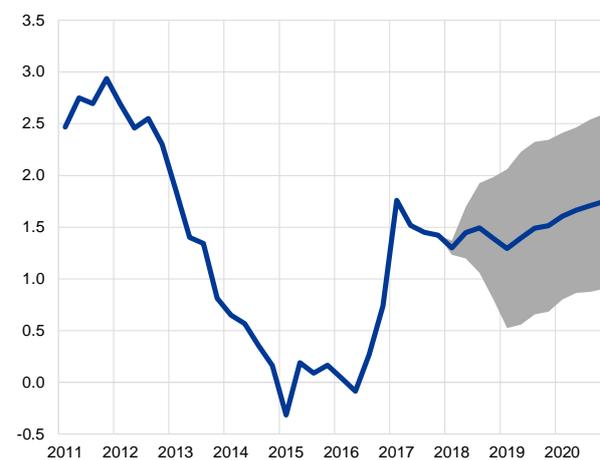
PIB real da área do euro²⁾

(variação em termos trimestrais em cadeia, em percentagem)



IHPC da área do euro

(variação homóloga, em percentagem)



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

2 Preços e custos

Espera-se que a inflação medida pelo IHPC aumente apenas na parte final do horizonte de projeção, com as descidas da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC em 2018 e 2019 a compensar, em geral, um fortalecimento da inflação subjacente. A inflação medida pelo IHPC deverá situar-se, em média, em 1.4% em 2018 e 2019 e aumentar para 1.7% em 2020. Analisando as componentes, embora se espere um fortalecimento da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC nos próximos meses, refletindo os aumentos recentes dos preços do petróleo e alguns efeitos de base em sentido ascendente, esta deverá diminuir acentuadamente a partir do final de 2018, situando-se em níveis próximo de zero em meados de 2019. A trajetória horizontal dos preços dos produtos energéticos do IHPC a partir de meados de 2019 reflete a combinação da trajetória descendente da curva de preços dos futuros do petróleo

com efeitos em sentido ascendente dos impostos sobre os produtos energéticos. A inflação da componente de preços dos produtos alimentares do IHPC deverá registar uma subida moderada durante o horizonte de projeção, apoiada pelos pressupostos aumentos dos preços internacionais das matérias-primas alimentares e pelos efeitos em sentido ascendente dos impostos sobre o tabaco. Como a economia apresenta uma taxa de crescimento superior à sua taxa de crescimento potencial e um alargamento do desvio do produto positivo, projeta-se que as pressões subjacentes sobre os preços aumentem. Em particular, a crescente rigidez do mercado de trabalho, com restrições notáveis da oferta de mão de obra em alguns países, deverá provocar uma subida do crescimento dos salários e, no atual contexto de crescimento dinâmico, estes aumentos de custos deverão ser transmitidos aos preços. É de esperar que efeitos indiretos em sentido ascendente temporários sobre a inflação subjacente sejam o resultado de aumentos recentes dos preços do petróleo e dos pressupostos aumentos dos preços das matérias-primas não energéticas. Embora se espere que o recente fortalecimento da taxa de câmbio do euro tenha um impacto em sentido descendente na inflação, este deverá ser contrabalançado, em certa medida, pelo atual forte dinamismo do crescimento na área do euro, em virtude do maior poder de fixação de preços das empresas na área do euro. De um modo geral, projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares aumente de forma gradual, situando-se em 1.8% em 2020.

O crescimento dos salários deverá registar uma subida acentuada durante o horizonte de projeção, à medida que os mercados de trabalho se tornam mais restritivos e as medidas que atenuaram o crescimento dos salários em alguns países nos últimos anos cessam. Projeta-se que o crescimento da remuneração por trabalhador aumente de 1.6% em 2017 para 2.7% em 2020. O abrandamento temporário esperado em 2019 reflete a aplicação de uma medida orçamental em França, nomeadamente a conversão do crédito fiscal para a competitividade e o emprego (o “CICE”) num corte permanente das contribuições dos empregadores para a segurança social⁶. Espera-se que o crescimento dos custos unitários do trabalho se reforce num nível similar ao do crescimento da remuneração por trabalhador (de 0.8% em 2017 para 1.8% em 2020), considerando o ritmo globalmente inalterado do crescimento da produtividade ao longo do horizonte de projeção. O principal fator impulsionador do aumento do crescimento salarial prende-se com as novas melhorias previstas das condições no mercado de trabalho, com uma crescente restritividade do mercado de trabalho e com a escassez assinalável da oferta de mão de obra em algumas regiões da área do euro. Para além do dinamismo cíclico, a subida significativa da inflação global em 2017, em comparação com os três anos anteriores, deverá também contribuir para o aumento do crescimento salarial nos países da área do euro onde os processos de formação dos salários incluem indexação retrospectiva ou elementos de expetativa. Acresce que fatores relacionados com a crise que atenuaram os salários, tais como a necessidade de moderação salarial em alguns países para recuperar

⁶ Como a diminuição do crescimento da remuneração por trabalhador e dos custos unitários do trabalho é, em grande medida, compensada por um aumento correspondente das margens de lucro, espera-se que o impacto na fixação dos preços seja limitado.

competitividade de preços após a crise e a contenção salarial latente, em virtude da obrigatória rigidez em sentido descendente dos salários nominais durante a crise, deverão diminuir gradualmente com a continuação e a generalização da recuperação económica nos países da área do euro. Por último, em alguns países, o impacto atenuante, nos salários, de medidas que reduzem as contribuições para a segurança social irá desvanecer-se, uma vez que estas medidas cessarão de forma gradual nos próximos anos, e espera-se o fim do congelamento dos salários no setor público.

Considera-se que as margens de lucro registarão um alargamento na primeira parte do horizonte de projeção, a um ritmo um pouco mais rápido do que o observado no ano transato. As margens de lucro começaram recentemente a apresentar um fortalecimento mais vigoroso, espelhando evoluções menos adversas dos termos de troca, bem como melhorias cíclicas da economia. Espera-se que, no contexto da atual expansão económica, estas melhorias prossigam. No entanto, os projetados aumentos do crescimento dos custos unitários do trabalho e dos impostos indiretos líquidos unitários deverão limitar o ritmo de expansão das margens de lucro, em particular na parte final do horizonte de projeção.

A inflação dos preços das importações registou uma recuperação em 2017 e deverá permanecer positiva durante o horizonte de projeção, embora mais moderada do que o recentemente observado. A subida bastante robusta dos preços das importações em 2017 reflete, em particular, a inflexão dos preços do petróleo, bem como a evolução dos preços das matérias-primas não energéticas. O abrandamento do crescimento dos preços das importações após 2017 está igualmente relacionado com as pressupostas perspectivas modestas para os preços do petróleo, mas também com uma evolução bastante moderada dos preços de outras matérias-primas. Além disso, a apreciação do euro irá conter o impacto da evolução dos preços das matérias-primas e do aumento gradual das pressões sobre os preços mundiais nos preços das importações da área do euro. Em termos mais gerais, as pressões inflacionistas subjacentes a nível mundial deverão fortalecer-se gradualmente durante o horizonte de projeção, face ao aumento dos custos de produção mundiais em linha com a diminuição da margem disponível na economia mundial.

Em comparação com as projeções de dezembro de 2017, as perspectivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas ligeiramente em baixa para 2019. Embora, no que respeita a 2018, os pressupostos de preços do petróleo mais elevados em dólares dos Estados Unidos contrabalancem os efeitos atenuantes da taxa de câmbio do euro mais elevada na inflação, no tocante a 2019, os efeitos da apreciação do euro dominam e resultam em perspectivas para a inflação medida pelo IHPC ligeiramente mais baixas.

3 Perspetivas orçamentais

A orientação orçamental na área do euro deverá permanecer, em média, globalmente neutra ao longo do horizonte de projeção. A orientação da política

orçamental é medida como a variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Em 2017, os cortes nos impostos diretos e as transferências mais elevadas para as famílias foram totalmente compensados por aumentos dos impostos indiretos e pelo crescimento mais fraco do consumo público. Relativamente a 2018, a orientação orçamental é determinada sobretudo por cortes nos impostos diretos e nas contribuições para a segurança social, bem como pelo pressuposto de um crescimento mais dinâmico do investimento público, os quais são apenas parcialmente compensados por subidas dos impostos indiretos e por um crescimento fraco da despesa pública atual. De acordo com as projeções, a orientação orçamental será também, em média, neutra em 2019 e 2020, dado esperar-se que cortes adicionais nos impostos diretos e nas contribuições para a segurança social sejam compensados por maior contenção da despesa pública.

Projeta-se que, durante o horizonte de projeção, os rácios do défice e da dívida públicos exibam uma trajetória descendente. A projeção orçamental implica uma diminuição gradual do défice público ao longo do horizonte de projeção, devido principalmente a uma melhoria da componente cíclica e a uma diminuição dos pagamentos de juros. O saldo primário corrigido do ciclo permanecerá estável no decurso do horizonte de projeção. Espera-se que o rácio da dívida pública em relação ao PIB mantenha uma trajetória descendente durante o horizonte de projeção, apoiado por um diferencial favorável entre taxa de juro e taxa de crescimento⁷ e pelo excedente primário. Em comparação com as projeções de dezembro de 2017, as perspetivas orçamentais apontam para rácios do défice e da dívida em relação ao PIB ligeiramente mais baixos, apoiados sobretudo por uma evolução macroeconómica mais favorável.

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.

1) Trajetória alternativa dos preços do petróleo

Modelos alternativos dos preços do petróleo apontam para o risco de os preços do petróleo ao longo do horizonte de projeção serem superiores ao sugerido pelos preços dos futuros do petróleo. Os pressupostos técnicos relativos à evolução dos preços do petróleo subjacentes às projeções de referência, baseados nos mercados de futuros de petróleo, preveem um perfil descendente dos preços do petróleo, com os preços do petróleo bruto Brent a situarem-se em torno de USD 58 por barril no final de 2020. Esta trajetória implícita nos preços dos futuros do petróleo é coerente com o crescimento robusto da procura mundial de petróleo, um cenário

⁷ O diferencial é calculado como a diferença entre a taxa de juro nominal efetiva sobre a dívida e a taxa de crescimento nominal do PIB.

associado ao fortalecimento da economia mundial. No que respeita aos fatores do lado da oferta, espera-se que fatores geopolíticos e o acordo entre a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e alguns produtores não pertencentes à OPEP de reduzir a produção sejam, em parte, compensados pela expansão da produção de petróleo de xisto nos Estados Unidos. Uma combinação de modelos alternativos utilizados por especialistas do BCE⁸ para prever os preços do petróleo no horizonte de projeção sugere preços do petróleo mais elevados do que o considerado nos pressupostos técnicos. A concretização de uma trajetória alternativa dos preços do petróleo, na qual, até 2020, os preços do petróleo seriam 13.5% mais altos do que na projeção de referência, atenuaria ligeiramente o crescimento real do PIB e implicaria uma subida mais rápida da inflação medida pelo IHPC (aumentando esta 0.2 pontos percentuais em 2019 e 0.3 pontos percentuais em 2020).

2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

Esta análise de sensibilidade investiga os efeitos de um novo fortalecimento da taxa de câmbio do euro, impulsionado pela melhoria contínua do sentimento dos investidores a favor do euro.

Este cenário baseia-se no percentil 75 da distribuição obtida através das densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções no que respeita à taxa de câmbio USD/EUR em 13 de fevereiro de 2018. Esta trajetória implica uma apreciação gradual do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a taxa de câmbio a ser de USD 1.42 por euro em 2020, valor que é 14.6% 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 espelham variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de pouco mais de 50%. Neste cenário de um choque de taxas de câmbio exógeno, a média dos resultados de diversos modelos macroeconómicos elaborados pelos especialistas aponta para um crescimento real do PIB mais baixo 0.1 pontos percentuais em 2018, 0.5 pontos percentuais em 2019 e 0.2 pontos percentuais em 2020. A inflação medida pelo IHPC seria 0.1, 0.5 e 0.4 pontos percentuais mais baixa, respetivamente, em 2018, 2019 e 2020. De notar que estes impactos estimados no crescimento e na inflação só se aplicam na eventualidade de um choque de taxas de câmbio puramente exógeno.

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.

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

⁸ Ver a combinação de quatro modelos apresentada no artigo intitulado "Forecasting the price of oil", publicado no *Boletim Económico do BCE*, Número 4/2015.

Como assinalado no quadro, os valores avançados nas projeções atualmente disponíveis de outras instituições indicam que o crescimento real do PIB e a inflação medida pelo IHPC estão dentro dos intervalos (apresentados entre parênteses retos no quadro) das projeções dos especialistas do BCE.

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 | | |
|---|-------------------------------------|--------------------|-------------|-------------|---------------------------|-------------|-------------|
| | | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Projeções dos especialistas do BCE | Março de 2018 | 2.4 | 1.9 | 1.7 | 1.4 | 1.4 | 1.7 |
| | | [2.1 - 2.7] | [0.9 - 2.9] | [0.7 - 2.7] | [1.1 - 1.7] | [0.6 - 2.2] | [0.8 - 2.6] |
| Comissão Europeia | Fevereiro de 2018 | 2.3 | 2.0 | - | 1.5 | 1.6 | - |
| Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económicos (OCDE) | Novembro de 2017 | 2.1 | 1.9 | - | 1.5 | 1.7 | - |
| Barómetro da Zona Euro | Fevereiro de 2018 | 2.3 | 1.9 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.7 |
| Previsões da Consensus Economics | Fevereiro de 2018 | 2.3 | 1.9 | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 1.7 |
| Inquérito a Analistas Profissionais | Janeiro de 2018 | 2.3 | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 1.7 | 1.8 |
| Fundo Monetário Internacional (FMI) | Outubro de 2017/ Janeiro de 2018 | 2.2 | 2.0 | - | 1.4 | 1.7 | 1.8 |

Fontes: Previsões económicas europeias intercalares do inverno de 2018, elaboradas pela Comissão Europeia; *World Economic Outlook* do FMI, versão atualizada de janeiro de 2018 para o PIB real e edição de outubro de 2017 para a inflação medida pelo IHPC; *Economic Outlook*, de novembro de 2017, da OCDE; Previsões da Consensus Economics, de fevereiro de 2018; o valor relativo a 2020 da Consensus Economics é retirado do inquérito às previsões de longo prazo de outubro de 2017; Barómetro da Zona Euro da MJEconomics, de fevereiro de 2018; e Inquérito a Analistas Profissionais, realizado pelo BCE, de janeiro de 2018.

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 outras previsões não especificam se são, ou não, utilizados dados corrigidos de dias úteis.

© Banco Central Europeu, 2018

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.

ISSN 2529-4571 (pdf)
 N.º de Catálogo da UE QB-CE-18-001-PT-N (pdf)