



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

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

Março de 2021



Índice

Síntese	2
1 Principais pressupostos subjacentes às projeções	4
Caixa 1 Pressupostos técnicos sobre taxas de juro, preços das matérias-primas e taxas de câmbio	4
2 Economia real	6
Caixa 2 Enquadramento internacional	10
3 Perspetivas orçamentais	14
4 Preços e custos	16
Caixa 3 Previsões elaboradas por outras instituições	18
Caixa 4 Riscos para as perspetivas dos Estados Unidos e da área do euro relacionados com o “Plano de Resgate Americano”	19
5 Cenários alternativos para as perspetivas económicas da área do euro	23
Caixa 5 Análise de sensibilidade	26

Síntese

A recente intensificação da pandemia de coronavírus (COVID-19) enfraqueceu as perspetivas de curto prazo para a atividade da área do euro, mas não perturbou a retoma. Não obstante as medidas de contenção prolongadas e mais rigorosas, a atividade no quarto trimestre de 2020 diminuiu significativamente menos do que o esperado nas projeções de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, devido a efeitos de aprendizagem, a um forte crescimento da indústria transformadora e a uma recuperação da procura externa. Embora os novos confinamentos tenham sido acompanhados de medidas de apoio orçamental suplementares, projeta-se uma nova diminuição da atividade no primeiro trimestre de 2021. As perspetivas de curto prazo para a atividade dependem da evolução da pandemia e, em particular, da rapidez e do modo como o aumento das taxas de vacinação permitirá o levantamento das medidas de contenção. Pressupõe-se agora que as medidas de contenção serão mais rigorosas no primeiro semestre de 2021 do que o avançado nas projeções de dezembro de 2020, antes de os esforços concertados para aumentar a produção e distribuição de vacinas possibilitarem uma maior flexibilização das medidas de contenção e a resolução final da crise sanitária até inícios de 2022, em conformidade com as projeções anteriores. A par do apoio substancial proporcionado pelas medidas de política monetária e política orçamental – incluindo, em parte, os fundos do programa “Next Generation EU” (NGEU) – e por uma nova recuperação da procura externa, tal deverá conduzir a uma retoma firme a partir do segundo semestre de 2021, com o produto interno bruto (PIB) real a ultrapassar o seu nível anterior à crise a partir do segundo trimestre de 2022, ou seja, um trimestre antes do projetado previamente. Por conseguinte, espera-se que as perspetivas de médio prazo para o PIB real sejam, em geral, semelhantes às indicadas nas projeções de dezembro de 2020. No final de 2023, como se espera que as medidas de política consigam evitar grandes efeitos de amplificação financeira e limitar as marcas deixadas pela crise na economia, o PIB real deverá situar-se 3,3% acima do seu nível de 2019, prévio à crise.¹

A inflação estará sujeita a uma volatilidade considerável nos próximos trimestres, mas espera-se que, a médio prazo, as pressões subjacentes sobre os preços permaneçam pouco intensas, devido à fraca procura, e que se intensifiquem apenas gradualmente, em consonância com a recuperação económica. O impacto combinado em sentido ascendente do recente aumento acentuado dos preços do petróleo, do fim da redução temporária da taxa do imposto sobre o valor acrescentado (IVA) na Alemanha e das surpresas em sentido ascendente em termos de dados

¹ A data de fecho da informação para os pressupostos técnicos, como os relativos aos preços do petróleo e às taxas de câmbio, foi 16 de fevereiro de 2021 (ver a caixa 1). As projeções macroeconómicas para a área do euro foram concluídas em 24 de fevereiro de 2021. O atual exercício de projeção macroeconómica abrange o período de 2021 a 2023. 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).

implicam uma forte subida temporária da inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) em 2021, tendo esta sido objeto de uma revisão em alta de 0,5 pontos percentuais em comparação com as projeções de dezembro de 2020. Apesar de se avaliar que a maior parte da considerável surpresa em sentido ascendente em termos da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, observada em janeiro de 2021, está relacionada com efeitos temporários – incluindo fatores estatísticos, como a alteração das ponderações e imputações de preços no IHPC –, é provável que uma pequena parte tenha um impacto mais persistente. De um modo geral, a inflação medida pelo IHPC deverá registar uma subida forte, passando de 0,3% em 2020 para 1,5% em 2021, atingindo um máximo de 2,0% no último trimestre de 2021, antes de descer para 1,2% em 2022 e subir depois para 1,4% em 2023. Em comparação com as projeções de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, a inflação medida pelo IHPC foi revista em alta de forma considerável no que respeita a 2021, devido sobretudo aos preços do petróleo muito mais elevados, e ligeiramente no tocante a 2022, mas permanece inalterada para 2023.

O enquadramento internacional das projeções de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE não tem em conta o pacote orçamental recentemente aprovado nos Estados Unidos, devido à incerteza quanto à sua magnitude, composição e calendário à data de fecho da informação. Os riscos associados às projeções para as economias dos Estados Unidos e da área do euro são abordados na caixa 4.

Em virtude da persistente incerteza significativa quanto à evolução da pandemia e à dimensão das marcas deixadas na economia, foram novamente preparados dois cenários alternativos. O cenário moderado contempla, por um lado, uma disponibilização de vacinas mais bem-sucedida, permitindo um levantamento gradual das medidas de contenção até ao final de 2021, e, por outro, efeitos de aprendizagem mais rápidos, que limitam os custos económicos. Neste cenário, o PIB real recuperaria 6,4% em 2021, atingindo o nível anterior à crise no terceiro trimestre do ano, e a inflação subiria para 1,7% em 2023. Em contraste, o cenário grave contempla uma forte intensificação da pandemia, com novas variantes do vírus a implicar também uma redução da eficácia das vacinas, levando os governos a manter algumas medidas de contenção até meados de 2023, com perdas substanciais e permanentes de potencial económico. Neste cenário, o PIB real registaria um crescimento de apenas 2,0% em 2021 e não atingiria o nível prévio à crise no horizonte de projeção, sendo a inflação apenas de 1,1% em 2023. Estes cenários alternativos são apresentados na secção 5.

1 Principais pressupostos subjacentes às projeções

A projeção de referência pressupõe uma rápida flexibilização das medidas de contenção a partir do segundo trimestre deste ano e uma resolução da crise sanitária em inícios de 2022. As medidas de contenção na área do euro tornaram-se mais rigorosas em inícios de 2021 e pressupõe-se que a sua flexibilização só ocorrerá no final do primeiro trimestre. Em média, espera-se que sejam mais restritivas do que no quarto trimestre de 2020 e do que o pressuposto nas projeções de dezembro de 2020. A partir do segundo trimestre de 2021, a projeção de referência pressupõe uma rápida flexibilização das medidas de contenção, principalmente devido a esforços concertados para acelerar a vacinação mediante a aprovação de vacinas adicionais e de novas instalações para a produção de vacinas. Em geral, espera-se que as medidas de contenção tenham sido completamente levantadas em inícios de 2022, permanecendo este pressuposto inalterado em relação às projeções anteriores. Para o enquadramento internacional, os pressupostos quanto à evolução da pandemia são, em média, semelhantes.

Medidas significativas de política monetária e orçamental, incluindo o pacote do NGEU, ajudarão a apoiar o rendimento, a reduzir as perdas de postos de trabalho e as falências, e a conter, com êxito, os ciclos de interação adversa entre o setor financeiro e a economia real. Além das medidas de política monetária adotadas pelo BCE até à data de fecho da informação para as projeções, a projeção de referência inclui medidas de política orçamental discricionárias relacionadas com a crise da COVID-19, que ascendem a cerca de 4½% do PIB em 2020 e 3¼% do PIB em 2021 (secção 3). Os empréstimos e garantias estatais ou injeções de capital deverão contribuir para atenuar as restrições de liquidez. Acresce que as políticas prudenciais e macroprudenciais libertaram capital bancário para absorver perdas e apoiar o fluxo de crédito à economia real através da libertação de reservas de fundos próprios, de orientações para reduzir a pró-ciclicidade na constituição de provisões e de medidas para preservar a capacidade de absorção de perdas dos bancos. Mais importante ainda, pressupõe-se que as medidas de política monetária, orçamental e prudencial serão, em geral, bem-sucedidas na prevenção de ciclos de interação adversa graves entre o setor financeiro e a economia real ao longo do horizonte de projeção.

Caixa 1

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

Em comparação com as projeções de dezembro de 2020, os atuais pressupostos técnicos incluem taxas de juro de longo prazo mais elevadas, preços do petróleo significativamente mais altos e uma taxa de câmbio efetiva do euro um pouco mais fraca. 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 16 de fevereiro de 2021. As taxas de juro 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 -0,5% em 2021 e 2022 e de -0,4% em 2023. As expectativas do mercado quanto às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos da área do euro implicam um nível médio anual de 0,0% em 2021, 0,1% em 2022 e 0,3% em 2023². Em comparação com as projeções de dezembro de 2020, as expectativas do mercado em relação às taxas de juro de curto prazo aumentaram ligeiramente no que respeita a 2023, enquanto as taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos da área do euro subiram entre 10 e 20 pontos base, no tocante ao período de 2021 a 2023.

No que se refere aos preços das matérias-primas, as projeções têm em conta a trajetória implícita nos mercados de futuros, considerando a média da quinzena finda na data de fecho da informação de 16 de fevereiro de 2021. Nesta base, pressupõe-se que o preço de um barril de petróleo bruto Brent suba de 42,3 dólares dos Estados Unidos em 2020 para 59,3 dólares dos Estados Unidos em 2021, descendo depois para 53,7 dólares dos Estados Unidos em 2023. Esta trajetória implica que, em comparação com as projeções de dezembro de 2020, os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos são mais elevados cerca de 35% em 2021 e 14% em 2023, tendo a curva dos preços dos futuros do petróleo passado a ser descendente, o que contrasta com a inclinação ascendente subjacente às projeções anteriores. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, o pressuposto é de que recuperem fortemente em 2021, mas registem uma descida moderada no resto do horizonte de projeção.

Relativamente às taxas de câmbio bilaterais, pressupõe-se que, durante o horizonte de projeção, permanecem inalteradas nos níveis médios prevalecentes na quinzena finda em 16 de fevereiro de 2021, a data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio média de 1,21 dólares dos Estados Unidos por euro no período de 2021 a 2023, a qual é 2% mais alta do que os pressupostos subjacentes às projeções de dezembro de 2020. O pressuposto relativo à taxa de câmbio efetiva do euro foi revisto em baixa em 0,2% desde o exercício de projeção de dezembro de 2020.

Pressupostos técnicos

	Março de 2021				Dezembro de 2020			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	0,0	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1
Preço do petróleo (USD/barril)	42,3	59,3	55,7	53,7	41,6	44,0	45,7	46,9
Preços das matérias-primas não energéticas, em USD (variação anual, em percentagem)	3,2	19,0	-2,1	-1,4	2,5	8,4	0,4	1,6
Taxa de câmbio USD/EUR	1,14	1,21	1,21	1,21	1,14	1,18	1,18	1,18
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE42) (T1 1999 = 100)	119,4	121,4	121,4	121,4	119,3	121,6	121,6	121,6

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.

2 Economia real

O PIB real diminuiu no quarto trimestre de 2020, mas muito menos do que o esperado. Diminuiu 0,7% no quarto trimestre, ou seja, significativamente menos do que os -2,2% avançados na projeção de referência de dezembro de 2020 e ainda menos do que o considerado no cenário moderado. Esta surpresa em sentido ascendente, apesar de as medidas de contenção terem passado a ser mais rigorosas do que o esperado, pode estar, em parte, relacionada com uma procura externa mais forte do que o esperado, mas também parece refletir efeitos de aprendizagem, com os agentes económicos a ajustarem-se melhor às medidas de contenção em todos os setores económicos. De um modo geral, o nível do PIB real no quarto trimestre de 2020 situou-se 4,9% abaixo do nível registado no quarto trimestre de 2019.

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: Tendo em conta a volatilidade sem precedentes do PIB real no decurso de 2020, o gráfico tem uma escala diferente a partir de inícios de 2020. A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. Este gráfico não apresenta intervalos em torno das projeções. Tal reflete o facto de o cálculo normal dos intervalos (com base em erros de projeção históricos) não constituir, nas presentes circunstâncias, uma indicação fiável da incerteza sem precedentes que envolve as projeções atuais. Em contrapartida, a fim de melhor ilustrar a incerteza atual, são fornecidos, na secção 5, cenários alternativos baseados em diferentes pressupostos relativos à evolução futura da pandemia de COVID-19 e às medidas de contenção associadas.

As medidas de contenção em inícios de 2021 deverão conduzir a uma nova contração ligeira do PIB real no primeiro trimestre, seguida de um aumento modesto no segundo trimestre. Confrontados com um maior número de novos casos de COVID-19 e com a ameaça de outra vaga causada por mutações do vírus, em inícios de 2021, muitos países da área do euro prolongaram e tornaram mais restritivas as medidas de confinamento. Os modelos de previsão de curto prazo baseados nos dados disponíveis à data de fecho da informação, tais como o Índice de Gestores de Compras (IGC) compósito do produto (que se situava em 48,1 em fevereiro) e outros indicadores de elevada frequência, sugerem também uma descida fraca do PIB real no primeiro trimestre. Tal como no quarto trimestre de 2020, espera-se que as medidas de contenção resultem em menos perturbações da atividade na indústria transformadora, mas continuem a pesar sobre a atividade no setor dos serviços. É provável que as recém-anunciadas medidas orçamentais

direcionadas destinadas a apoiar os setores afetados pelo confinamento também atenuem a perda geral de atividade. No conjunto, espera-se que o PIB real diminua 0,4% no primeiro trimestre de 2021 (em comparação com um aumento de 0,6% nas projeções de dezembro de 2020) e suba 1,3% no segundo trimestre (face a 1,7% nas projeções anteriores).

Projeta-se que a atividade recupere fortemente durante o segundo semestre de 2021, dado esperar-se uma flexibilização das medidas de contenção. A retoma esperada baseia-se no pressuposto de uma rápida flexibilização das medidas de contenção, de uma nova diminuição da incerteza, de um reforço da confiança na sequência da esperada aceleração da vacinação, da continuação de uma recuperação robusta da procura externa, de políticas orçamentais e monetárias favoráveis e de alguma procura latente. Será impulsionada sobretudo pela procura interna, em especial pelo consumo privado. Espera-se que o PIB real ultrapasse o seu nível do quarto trimestre de 2019, prévio à crise, no segundo trimestre de 2022 e se situe 3,3% acima do seu nível pré-crise no último trimestre do horizonte de projeção.

Quadro 1

Projeções macroeconómicas para a área do euro

(variação anual, em percentagem)

	Março de 2021					Dezembro de 2020			
	2019	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
PIB real	1,3	-6,9	4,0	4,1	2,1	-7,3	3,9	4,2	2,1
Consumo privado	1,3	-8,0	3,0	5,9	2,1	-8,3	4,3	5,7	1,8
Consumo público	1,9	1,0	2,9	0,1	1,1	1,5	2,5	0,6	1,1
Formação bruta de capital fixo	5,8	-8,4	5,5	5,9	3,3	-10,1	5,0	6,5	3,7
Exportações¹⁾	2,5	-10,5	7,5	5,5	3,4	-11,0	6,5	4,9	3,5
Importações¹⁾	3,9	-10,0	6,6	6,4	3,6	-10,7	6,3	6,1	3,8
Emprego	1,2	-1,7	-0,2	1,3	1,0	-1,8	-0,9	1,8	1,0
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	7,5	7,8	8,6	8,1	7,6	8,0	9,3	8,2	7,5
IHPC	1,2	0,3	1,5	1,2	1,4	0,2	1,0	1,1	1,4
IHPC excluindo produtos energéticos	1,2	1,0	1,1	1,2	1,5	1,0	1,0	1,1	1,3
IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares	1,0	0,7	1,0	1,1	1,3	0,7	0,8	1,0	1,2
IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos²⁾	1,0	0,8	0,8	1,1	1,3	0,8	0,7	1,0	1,2
Custos unitários do trabalho	1,8	4,7	-0,3	-0,6	1,2	4,8	-1,1	-0,3	1,2
Remuneração por trabalhador	1,9	-0,8	3,9	2,2	2,3	-1,1	3,6	2,1	2,3
Produtividade do trabalho	0,1	-5,2	4,2	2,8	1,1	-5,6	4,8	2,4	1,1
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-0,6	-7,2	-6,1	-3,1	-2,4	-8,0	-6,1	-3,9	-3,0
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB)³⁾	-0,9	-4,9	-4,0	-2,3	-2,2	-5,5	-3,8	-2,8	-2,6
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	84,0	96,9	98,2	96,1	95,1	98,4	99,9	98,3	97,8
Orientação orçamental (corrigida de subvenções do NGEU)⁴⁾	-0,3	-4,2	0,1	1,5	-0,1	-4,8	1,0	0,8	0,0
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	2,3	2,2	2,0	1,7	1,7	1,9	2,1	1,9	1,9

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. Os valores podem divergir das publicações mais recentes do Eurostat, devido à divulgação de dados após a data de fecho da informação para as projeções. Este quadro não apresenta intervalos em torno das projeções. Tal reflete o facto de o cálculo normal dos intervalos (com base em erros de projeção históricos) não constituir, nas presentes circunstâncias, uma indicação fiável da incerteza sem precedentes que envolve as projeções atuais. Em contrapartida, a fim de melhor ilustrar a incerteza atual, são fornecidos, na secção 5, cenários alternativos baseados em diferentes pressupostos relativos à evolução futura da pandemia de COVID-19 e às medidas de contenção associadas.

1) Inclui o comércio intra-área do euro.

2) 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 ao IHPC do impacto dos impostos indiretos.

3) Calculado como o saldo orçamental das administrações públicas líquido de efeitos transitórios do ciclo económico e de medidas classificadas como "temporárias" nos termos da definição do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC).

4) A orientação da política orçamental é medida como a variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Os valores apresentados são igualmente corrigidos das esperadas subvenções ao abrigo do NGEU no lado da receita.

O consumo privado deverá recuperar fortemente em 2021 e continuar depois a ser o principal fator impulsionador da retoma. Após uma recuperação robusta, embora incompleta, no terceiro trimestre de 2020, o consumo privado voltou a diminuir no quarto trimestre de 2020, refletindo novos confinamentos e medidas de contenção acrescidas, tendo sido o principal fator subjacente ao novo abrandamento

da atividade económica. No entanto, a nova diminuição do consumo foi inferior ao antes esperado, refletindo possivelmente a aplicação de medidas de contenção mais direcionadas e efeitos de aprendizagem entre as famílias (como um maior recurso a compras através da Internet). As fortes flutuações e a descida geral do nível de consumo privado no decurso de 2020 contrastam com uma evolução mais contida do rendimento disponível real, estabilizada pelo apoio estatal, o que levou a variações significativas do rácio de poupança. Numa análise prospetiva, o consumo privado deverá diminuir de novo no primeiro trimestre de 2021, como consequência da nova intensificação das medidas de contenção, conduzindo a outro pequeno aumento do rácio de poupança. Projeta-se que o consumo privado retome a sua recuperação a partir do segundo trimestre de 2021 e ultrapasse o seu nível anterior à crise no terceiro trimestre de 2022. Esta recuperação deverá ser apoiada por uma diminuição gradual da incerteza e uma convergência gradual do rácio de poupança para o nível observado antes da crise, dado esperar-se que tanto a poupança forçada como a poupança por motivos de preocupação se desvançam, sendo provável que o desemprego elevado e a cessação das transferências orçamentais líquidas constituam um entrave à recuperação.

A contração acentuada e súbita do investimento em habitação em 2020 deverá ser revertida gradualmente ao longo do horizonte de projeção.

O investimento em habitação aumentou 0,5% no quarto trimestre de 2020, mas ainda se situou quase 3% abaixo do nível anterior à pandemia. Em termos prospetivos, com uma inflação esperada dos preços da habitação superior aos custos da habitação, os efeitos positivos do “Q de Tobin” e uma recuperação do rendimento disponível deverão apoiar o investimento em habitação. Contudo, é provável que a fraca confiança dos consumidores e o desemprego mais elevado, em comparação com o nível anterior à crise, durante a maior parte do horizonte de projeção, atenuem, no médio prazo, a recuperação do investimento em habitação, o qual se espera que regresse ao nível registado antes da crise no final de 2022.

Em relação ao investimento empresarial, espera-se que recupere de forma substancial em 2021 e 2022, atingindo o nível anterior à crise em inícios de 2022.

Estima-se que tenha registado uma melhoria significativa no segundo semestre de 2020, recuperando parte do enfraquecimento no primeiro semestre do ano. Na sequência de outra contração moderada no primeiro trimestre de 2021, no contexto de uma atividade geral fraca, espera-se que comece de novo a recuperar a partir do segundo trimestre de 2021, com a retoma da procura mundial e interna e um crescimento dos lucros novamente positivo, bem como apoiado também pelo pressuposto de condições de financiamento favoráveis e pelo impacto positivo do plano do NGEU.

De acordo com as projeções, o endividamento bruto das sociedades não financeiras, que aumentou de modo significativo em 2020, diminuirá moderadamente, permanecendo acima do seu nível anterior à crise no final do horizonte de projeção.

O aumento do endividamento bruto deveu-se a uma queda acentuada dos lucros das empresas na fase do primeiro confinamento e ao consequente maior recurso a financiamento por dívida para cobrir défices de liquidez. Numa análise prospetiva, após uma nova subida ligeira no curto prazo, o

endividamento bruto das empresas deverá diminuir de forma moderada, situando-se em 2023 significativamente acima do seu nível pré-crise já elevado. O aumento do rácio da dívida bruta deverá restringir o crescimento do investimento empresarial durante o horizonte de projeção, não obstante posições de caixa fortes, uma vez que as empresas têm de restabelecer a solidez dos respetivos balanços. Ao mesmo tempo, as possíveis preocupações com a sustentabilidade da dívida devem ser atenuadas pelos pagamentos de juros brutos das empresas, que deverão aumentar apenas de forma modesta nos próximos anos, face a níveis historicamente baixos.

Caixa 2

Enquadramento internacional

No segundo semestre de 2020, a economia mundial recuperou da recessão induzida pela pandemia mais rapidamente do que antes esperado. O investimento mundial – que beneficia de condições de financiamento favoráveis perante o forte apoio da política monetária – já se encontra próximo dos níveis anteriores à pandemia, ao passo que a recuperação do consumo mundial, apoiada por medidas orçamentais destinadas a impulsionar o rendimento e a preservar postos de trabalho, continua a apresentar um atraso, visto que as medidas de contenção prevalecentes pesam sobre os serviços com uma grande componente de contacto. O crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) registou uma recuperação forte de 7,4% no terceiro trimestre de 2020, ou seja, mais 0,7 pontos percentuais do que o esperado nas projeções de dezembro de 2020. Observou-se um ritmo de recuperação mais dinâmico, tanto nas economias avançadas como nas economias emergentes. Após esta recuperação em forma de V, espera-se que a retoma da atividade económica mundial prossiga no quarto trimestre de 2020 a um ritmo robusto, mas mais moderado, de 2,1%, ainda mais forte do que o indicado nas projeções anteriores.

Os fatores adversos à recuperação intensificaram-se com o agravamento da pandemia mundial na viragem do ano. O aumento das novas infeções levou os governos a impor novamente confinamentos mais rigorosos, em particular nas economias avançadas. Em contrapartida, as medidas de contenção nas economias emergentes foram menos restritivas. Todavia, de um modo geral, os novos confinamentos implicam um retrocesso para o crescimento mundial no primeiro trimestre de 2021, como demonstrado pelos índices de elevada frequência de acompanhamento da atividade económica nas principais economias avançadas. Embora o IGC mundial compósito (excluindo a área do euro) e o IGC da indústria transformadora se tenham situado acima da sua média de longo prazo em fevereiro, algumas das suas componentes sinalizaram uma atividade mais fraca futuramente. Por exemplo, em janeiro e pela primeira vez desde setembro de 2020, as novas encomendas de exportações desceram para um nível abaixo do limiar expansionista, tendo voltado a permanecer abaixo deste em fevereiro.

No entanto, o acordo comercial entre a União Europeia e o Reino Unido e o pacote de estímulo orçamental de dezembro de 2020 nos Estados Unidos, no montante de 0,9 biliões de dólares, implicam perspetivas mais fortes para o crescimento mundial em 2021, enquanto o estímulo orçamental adicional, recentemente aprovado pelo Congresso dos Estados Unidos, representa um risco em sentido ascendente para as economias dos Estados Unidos e mundiais. O acordo comercial entre a União Europeia e o Reino Unido substitui o pressuposto de um Brexit sem acordo subjacente às projeções de dezembro de 2020. Garante o comércio de mercadorias sem o pagamento de direitos aduaneiros e quotas zero entre a União Europeia e o Reino Unido – como o Acordo Económico e Comercial Global (*Comprehensive Economic and Trade*

Agreement – CETA) com o Canadá –, impulsionando, assim, a atividade e o comércio na economia do Reino Unido ao longo do horizonte de projeção. Nos Estados Unidos, o estímulo orçamental acordado em dezembro de 2020 ascende a 0,9 biliões de dólares (4,4% do PIB) e, segundo as projeções, deverá elevar o crescimento real do PIB em mais de 1 ponto percentual em 2021. O pacote orçamental suplementar recentemente aprovado, que ascende a 1,84 biliões de dólares, não foi tido em conta na projeção de referência e constitui, por conseguinte, um importante risco em sentido ascendente para a atual projeção de referência (ver a caixa 4).

Em termos globais, projeta-se que o PIB mundial (excluindo a área do euro) aumente 6,5% em 2021, desacelerando depois para 3,9% e 3,7% em 2022 e 2023, respetivamente. Tal surge na sequência da estimada contração de 2,4% do crescimento real do PIB mundial em 2020. O crescimento foi revisto em alta em 0,7 pontos percentuais em 2021, visto que o impacto positivo de uma repercussão das surpresas na parte final do ano passado e as políticas económicas mais favoráveis são apenas parcialmente compensados pelo efeito negativo sobre o crescimento das medidas de contenção mais rigorosas no curto prazo.

Tendo em conta a gravidade da recessão mundial no ano passado, o comércio mundial de bens manteve-se relativamente resiliente, ao passo que o comércio de serviços continua a ser muito reduzido. Tal prende-se sobretudo com o facto de a contração económica geral se ter apresentado mais enviesada para o setor dos serviços menos assente no comércio e de a substituição entre serviços e consumo de bens nas economias avançadas ter provavelmente apoiado o comércio de bens durante a crise pandémica. Tal é corroborado pelos dados que passaram a estar disponíveis, os quais sugerem que as importações mundiais de bens regressaram ao seu nível anterior à pandemia em novembro de 2020. Embora a recuperação do comércio mundial de bens tenha sido rápida, as capacidades de transporte limitadas e a subida dos custos de expedição afetaram o comércio, com a escassez de oferta – em especial, nos setores de tecnologias de informação asiáticos – a sinalizar riscos para as cadeias de oferta mundiais. Estes fatores são evidenciados por um alargamento constante dos prazos de entrega dos fornecedores e são suscetíveis de afetar o comércio de bens no curto prazo. Ao mesmo tempo, os serviços de viagens internacionais, que representam cerca de 7% do comércio mundial de bens e serviços, continuam limitados em resultado da pandemia e das restrições de viagem associadas.

O crescimento das importações a nível mundial (excluindo a área do euro) foi revisto consideravelmente em alta para 2021. As importações deverão aumentar 9,0% em 2021, antes de desacelerar para 4,1% e 3,4%, respetivamente em 2022 e 2023. Em comparação com as projeções de dezembro de 2020, as importações mundiais e, em particular, a procura externa da área do euro foram objeto de uma revisão em alta significativa, devido ao acordo comercial entre a União Europeia e o Reino Unido e, em menor grau, à projetada retoma mais forte nas economias avançadas. Tal implica que, de acordo com as projeções, a procura externa da área do euro aumentará 8,3% este ano e 4,4% e 3,2% em 2022 e 2023, respetivamente, o que resulta numa considerável revisão em alta para 2021 e numa revisão menor para 2022.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Março de 2021				Dezembro de 2020			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	-2,4	6,5	3,9	3,7	-3,0	5,8	3,9	3,6
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	-9,1	9,0	4,1	3,4	-9,2	7,1	3,9	3,4
Procura externa da área do euro ²⁾	-10,8	8,3	4,4	3,2	-10,7	6,6	4,1	3,2

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

Espera-se que a recuperação da procura externa apoie o crescimento das exportações, conduzindo a um contributo positivo do comércio líquido em 2021, que se tornará neutro posteriormente. O apoio da procura externa forte auxiliou a recuperação das exportações da área do euro, que registaram um crescimento robusto no quarto trimestre de 2020, não obstante a reintrodução de restrições. Apesar de uma transferência da procura de serviços para bens de consumo ter impulsionado as exportações da indústria transformadora da área do euro, a recuperação das exportações de serviços – em particular, serviços de viagens – manteve-se fraca. A partir de 2021, a procura externa sólida deverá proteger o crescimento das exportações, enquanto a incerteza relacionada com a COVID-19, os estrangulamentos nos setores logísticos e as perdas de competitividade de preços das exportações, devido à anterior apreciação do euro, podem ter um efeito redutor. Atendendo a que a dinâmica da pandemia afeta as condições da procura interna, espera-se que as importações apresentem menor crescimento do que as exportações em 2021, pelo que o contributo do comércio líquido para o PIB passará a ser positivo em 2021, mas será globalmente neutro em 2022 e 2023.

Após repetidas surpresas positivas, as perspetivas para o mercado de trabalho são mais fortes do que o avançado nas projeções de dezembro de 2020, sendo de esperar apenas pequenos aumentos da taxa de desemprego nos próximos trimestres. A taxa de desemprego aumentou de 7,4% no segundo trimestre de 2020 para 8,2% no quarto trimestre, representando outra surpresa em relação ao valor de 8,8% indicado nas projeções de dezembro, na sequência de previsões superiores nos dois anteriores exercícios de projeção. A surpresa deveu-se novamente a um emprego muito mais resiliente e a um aumento inesperado do número de trabalhadores abrangidos por regimes de manutenção de postos de trabalho, na sequência da segunda série de medidas de confinamento. O emprego no quarto trimestre de 2020 continuou, porém, a ser 1,9% inferior ao nível do quarto trimestre de 2019. À medida que o mercado de trabalho começa a normalizar-se e os trabalhadores a sair dos regimes de manutenção de postos de trabalho, projeta-se que a taxa de desemprego registre novo aumento, atingindo um máximo de 8,7% no segundo trimestre de 2021 (revisado em baixa face a 9,5% nas projeções de dezembro de 2020), descendo depois para 7,5% no final de 2023, com a recuperação da economia. Esta projeção pressupõe que uma percentagem elevada de trabalhadores em regimes de manutenção de postos de trabalho pode regressar ao emprego regular. Espera-se que, no final do horizonte de projeção, a taxa de desemprego e o número de indivíduos empregados convirjam para os níveis anteriores à crise, se bem que não os atinjam.

Quanto ao crescimento da produtividade do trabalho por indivíduo empregado, projeta-se que recupere a partir do início de 2021. Na sequência da recuperação face à queda acentuada no primeiro semestre de 2020, a produtividade do trabalho por indivíduo desceu novamente no quarto trimestre do ano, devido à intensificação das medidas de contenção e ao aumento associado do recurso a regimes de manutenção de postos de trabalho em muitos países. Segundo as projeções, o crescimento da produtividade do trabalho por indivíduo recuperará no primeiro semestre de 2021, registando posteriormente uma moderação gradual no resto do horizonte de projeção. O perfil de crescimento da produtividade por hora trabalhada apresentou-se muito mais fraco durante a pandemia, atendendo a que o total de horas trabalhadas deverá acompanhar de perto a evolução do PIB. No final do horizonte de projeção, espera-se que a produtividade por hora trabalhada aumente gradualmente, situando-se cerca de 3% acima do nível registado antes da crise.

Em comparação com as projeções de dezembro de 2020, o perfil do crescimento real anual do PIB mantém-se praticamente inalterado, refletindo diversos fatores compensatórios. A projeção, em geral, inalterada para o crescimento real do PIB em 2021 reflete perspetivas de curto prazo mais fracas, principalmente devido aos prolongamentos do confinamento, que anulam a surpresa em sentido ascendente no quarto trimestre de 2020 e algumas revisões em alta para o segundo semestre de 2021. Estas revisões em alta devem-se à esperada retoma mais forte, dado pressupor-se que o ritmo de flexibilização das medidas de contenção mais restritivas no primeiro semestre do ano seja mais rápido do que o pressuposto nas projeções de dezembro. Além disso, o crescimento é apoiado pelo impacto em sentido ascendente de uma procura externa mais forte e por estímulos orçamentais suplementares. Em 2022, espera-se que algumas repercussões positivas da retoma mais forte no segundo semestre de 2021 compensem o impacto negativo dos pressupostos, nomeadamente dos pressupostos relativos aos preços do petróleo mais elevados e da cessação do apoio orçamental adicional em 2021.

3 Perspetivas orçamentais

Após a forte expansão orçamental em 2020, espera-se que a continuação do apoio orçamental mitigue o impacto macroeconómico da crise de COVID-19 em 2021 e reforce ainda mais a recuperação. Em 2020, avalia-se que as medidas de estímulo orçamental tomadas pelos governos em resposta à pandemia ascendem a cerca de 4¼% do PIB, ligeiramente abaixo dos pressupostos subjacentes às projeções de dezembro de 2020. No que se refere a 2021, os governos prolongaram as medidas de emergência perante a nova série de restrições de confinamento, expandiram o seu volume e/ou adotaram novas medidas de apoio, estimadas em 3¼% do PIB. A maioria das medidas suplementares são temporárias e deverão ser revertidas em 2022. Algumas foram prolongadas e, em conjunto com outras medidas de recuperação, incluindo a despesa financiada pelo NGEU³, implicam um estímulo anual de cerca de 1½% do PIB no período de 2022 a 2023. Em termos de composição, tal como em 2020, a maior parte do apoio em 2021 consiste numa despesa adicional sob a forma de subsídios e transferências para empresas, nomeadamente ao abrigo de regimes de manutenção de postos de trabalho, e num consumo público acrescido. Do lado das receitas, as medidas prendem-se sobretudo com novos cortes dos impostos diretos e indiretos. O investimento público suplementar, ainda que limitado em 2020, representa uma percentagem maior em 2021, principalmente devido ao esperado financiamento proporcionado pelo NGEU em termos de subvenções. Projeta-se que, corrigida do impacto das subvenções ao abrigo do NGEU, a orientação orçamental⁴ seja, em geral, neutra em 2021, sendo o aumento da restritividade anteriormente esperado agora adiado para 2022.

Na sequência de uma descida substancial em 2020, para -7,2% do PIB, projeta-se que o saldo orçamental da área do euro recupere ligeiramente em 2021 e se situe em -2,4% do PIB em 2023. A melhoria do saldo orçamental em 2021 reflete a diminuição do saldo primário corrigido do ciclo, dado que parte das despesas suplementares deverá ser financiada pelas receitas de subvenções proporcionadas pelo NGEU, assim como uma componente cíclica um pouco melhor e pagamentos de juros mais baixos. A melhoria mais considerável do saldo orçamental em 2022 deve-se principalmente à cessação gradual da maioria das medidas de estímulo de emergência e a uma componente cíclica mais favorável. Por último, em 2023, com uma orientação orçamental globalmente neutra e melhores condições cíclicas, projeta-se que o saldo orçamental agregado registre nova melhoria, situando-se em -2,4% do PIB. Os pagamentos de juros registarão nova diminuição ao longo do horizonte de projeção, ascendendo a 1,1% do PIB em 2023. Em comparação com as projeções de dezembro de 2020, a trajetória do saldo orçamental da área do euro foi objeto de uma revisão em alta, exceto no tocante

³ Estimadas em cerca de ½% do PIB para o período de 2021 a 2023, valor que permanece praticamente inalterado face às projeções de dezembro de 2020.

⁴ A orientação da política orçamental é medida como a variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro e é também ajustado para o impacto das subvenções do NGEU.

a 2021, ano em que o estímulo adicional temporário neutraliza as condições cíclicas melhoradas e o efeito de base de uma orientação orçamental menos expansionista em 2020.

Segundo as projeções, a dívida da área do euro registará um máximo em 2021, atingindo 98% do PIB, e observará uma ligeira descida posteriormente.

A descida no período de 2022 a 2023 deve-se sobretudo a diferenciais favoráveis entre taxa de juro e taxa de crescimento, que mais do que compensam os persistentes défices primários, ainda que em diminuição.

4 Preços e custos

A inflação medida pelo IHPC deverá registar uma subida abrupta, passando de 0,3% em 2020 para uma média de 1,5% em 2021, e atingir um máximo de 2,0% no quarto trimestre de 2021, regressando a 1,2% em 2022 e subindo depois para 1,4% em 2023 (ver o gráfico 2). A inflação medida pelo IHPC subiu significativamente em janeiro de 2021, situando-se em 0,9% face a -0,3% em dezembro de 2020. Este aumento deveu-se sobretudo a uma subida abrupta da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, decorrente, em parte, da alteração considerável das ponderações do IHPC, refletindo a mudança de comportamentos de consumo no contexto da pandemia em 2020⁵. Além do impacto da alteração das ponderações, a subida abrupta da inflação global refletiu também vários fatores temporários: o fim da redução temporária do IVA na Alemanha, atrasos nos períodos de saldos em alguns países e o impacto do recente aumento acentuado dos preços do petróleo na inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC. Acresce que uma percentagem considerável de preços imputados para a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares em janeiro de 2021 (18%) implica uma incerteza mais elevada do que o habitual no que se refere às pressões sobre os preços observadas na economia. Em termos prospetivos, a inflação medida pelo IHPC deverá aumentar para 2,0% no quarto trimestre de 2021. Com o desvanecimento do impacto dos fatores temporários nas taxas homólogas, espera-se que a inflação desça para 1,0% no início de 2022, antes de subir gradualmente para 1,4% em 2023⁶. Após o forte movimento de -6,8% em 2020 para 6,1% em 2021, a inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC deverá ter um contributo, em geral, neutro para a inflação global medida pelo IHPC em 2022 e 2023. Em 2021, espera-se uma reversão do aumento acentuado da inflação da componente de preços dos produtos alimentares do IHPC em 2020 relacionado com a COVID-19, devendo esta voltar a subir a partir de meados de 2022, situando-se em 1,9% em 2023.

A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá aumentar de 0,7% em 2020 para 1,3% em 2023, exibindo uma forte volatilidade trimestral em 2021 e 2022. Esta volatilidade está relacionada especialmente com o impacto da alteração das ponderações do IHPC e com efeitos dos impostos indiretos, que se espera que levem a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares a atingir um mínimo no verão, seguindo-se uma recuperação bastante forte no último trimestre de 2021. Excluindo o impacto da alteração das ponderações e os efeitos dos impostos indiretos, a inflação subjacente deverá registar um fortalecimento gradual face à continuação da recuperação económica.

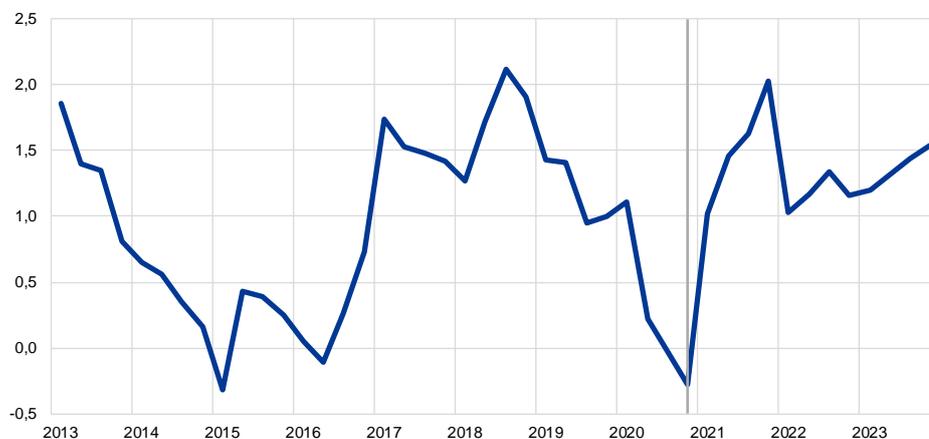
⁵ Com base em ponderações constantes (ponderações de 2020), o BCE estima que, em janeiro de 2021, o resultado para o IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares tenha sido de 1,0%, em comparação com o resultado oficial de 1,4% publicado pelo Eurostat (calculado utilizando as ponderações de 2021).

⁶ As projeções de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE baseiam-se em ponderações constantes para o horizonte de projeção, o que implica alguma incerteza adicional no tocante às projeções para a inflação em 2022 e 2023.

Gráfico 2

IHPC da área do euro

(variação anual, em percentagem)



Notas: A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. Este gráfico não apresenta intervalos em torno das projeções. Tal reflete o facto de o cálculo normal dos intervalos (com base em erros de projeção históricos) não constituir, nas presentes circunstâncias, uma indicação fiável da incerteza sem precedentes que envolve as projeções atuais. Por conseguinte, a fim de melhor ilustrar a incerteza atual, são fornecidos, na secção 5, cenários alternativos baseados em diferentes pressupostos relativos à evolução futura da pandemia de COVID-19 e às medidas de contenção associadas.

Os regimes de manutenção de postos de trabalho implicam uma forte volatilidade do crescimento da remuneração por trabalhador, mas amortecem o impacto dos movimentos da atividade económica nos custos salariais das empresas. Estes regimes afetam sobretudo a remuneração por trabalhador em 2021. Salvaguardam o emprego com uma redução significativa das horas trabalhadas, reduzindo a taxa de crescimento anual da remuneração por trabalhador. Com o desvanecimento gradual do impacto destes regimes e a estabilização da evolução do mercado de trabalho, espera-se que o crescimento da remuneração por trabalhador aumente de forma gradual para 2,3% em 2023, um valor ligeiramente superior às taxas observadas antes da pandemia.

Para além das fortes flutuações em 2021, o crescimento dos custos unitários do trabalho deverá gerar, de um modo geral, apenas pressões inflacionistas fracas. As fortes flutuações refletem, em grande medida, a esperada evolução da produtividade e não dos salários. Espera-se que o forte crescimento da produtividade do trabalho em 2021 – quando a produção recuperar, mas os mercados de trabalho permanecerem lentos – e, em menor grau, em 2022 conduza a um crescimento negativo dos custos unitários do trabalho em ambos os anos, regressando a níveis modestamente positivos em 2023.

A dinâmica dos preços das importações deverá ser fortemente influenciada pelos movimentos dos preços do petróleo e refletir as pressões externas moderadas sobre os preços na parte final do horizonte de projeção. A taxa de crescimento homóloga do deflator das importações deverá passar de -1,6% em 2020 para 3,3% em 2021, refletindo, em larga escala, os aumentos dos preços do petróleo, diminuindo depois para valores mais moderados de cerca de 1%. Além dos preços do petróleo mais elevados, a taxa positiva da inflação dos preços das importações a partir de 2021 também reflete algumas pressões em sentido ascendente sobre os preços das matérias-primas não energéticas, assim como efeitos positivos

decorrentes de uma diminuição da margem disponível à medida que a economia mundial recupera.

Em comparação com as projeções de dezembro de 2020, as perspectivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas em alta para 2021 e 2022, mas permanecem inalteradas no tocante a 2023. A inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC foi revista em alta para 2021 e em baixa para 2022 e 2023, espelhando o pressuposto implícito na curva de preços dos futuros do petróleo. A inflação da componente de preços dos produtos alimentares do IHPC foi objeto de uma revisão em baixa para 2021, refletindo resultados mais fracos, mas revista em alta para 2022 e 2023, em consonância com os pressupostos mais fortes relativos aos preços das matérias-primas alimentares. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares foi objeto de uma ligeira revisão em alta para o conjunto do horizonte de projeção, devido às recentes surpresas em termos de dados, as quais se considera que advêm em grande escala, mas não totalmente, de fatores temporários, e às expectativas de inflação do setor privado um pouco mais elevadas.

Caixa 3

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, dado que foram concluídas em momentos distintos. É também provável que se baseiem em diferentes pressupostos sobre a evolução futura da pandemia de COVID-19. Além disso, utilizam métodos diferentes 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).

Quanto ao crescimento, as projeções de março de 2021 são, em geral, comparáveis com as restantes previsões, ao passo que, no tocante à inflação, se situam acima das outras previsões no que respeita a 2021, estando, em geral, em consonância com estas relativamente aos anos subsequentes. As projeções de março de 2021 para o crescimento estão dentro do intervalo das restantes previsões para 2021, mas situam-se no segmento superior no que toca a 2022 e 2023. No que respeita à inflação, as projeções de março de 2021 são particularmente mais elevadas no que toca a 2021, o que é provável advir da inclusão das subidas mais recentes dos preços do petróleo e dos resultados de janeiro de 2021. Para o resto do horizonte de projeção, as projeções de março de 2021 são, de um modo geral, consentâneas com as previsões dos restantes analistas.

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 real do PIB				Inflação medida pelo IHPC			
		2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Projeções dos especialistas do BCE¹⁾	Março de 2021	-6,9	4,0	4,1	2,1	0,3	1,5	1,2	1,4
Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Março de 2021/ dezembro de 2020	-6,8	3,9	3,8	-	0,3	0,7	1,0	-
Barómetro da Zona Euro	Fevereiro de 2021	-6,8	4,4	4,1	1,7	0,3	1,1	1,2	1,4
Consensus Economics	Fevereiro de 2021	-6,8	4,4	4,1	2,0	0,3	1,2	1,2	1,5
Comissão Europeia	Fevereiro de 2021	-6,8	3,8	3,8	-	0,3	1,4	1,3	-
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Janeiro de 2021	-7,2	4,2	3,6	-	0,3	0,9	1,1	-
Inquérito a analistas profissionais	Janeiro de 2021	-7,2	4,4	3,7	1,9	0,3	0,9	1,3	1,5

Fontes: Barómetro da Zona Euro da MJEconomics, de 18 de fevereiro de 2021, sendo os dados para 2023 retirados do inquérito de janeiro de 2021; previsões da Consensus Economics, de 11 de fevereiro de 2021, sendo os dados para 2023 retirados do inquérito de janeiro de 2021; previsões económicas intercalares do inverno de 2021 da Comissão Europeia; inquérito do BCE a analistas profissionais relativo ao primeiro trimestre de 2021, realizado entre 7 e 11 de janeiro de 2021; *Economic Outlook* da OCDE, relatório intercalar de março de 2021 para o PIB real e edição n.º 108 de dezembro de 2020 para a inflação medida pelo IHPC; *World Economic Outlook* do FMI, de 26 de janeiro de 2021.

1) As projeções macroeconómicas dos especialistas do BCE e do Eurosistema 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. Este quadro não apresenta intervalos em torno das projeções elaboradas por especialistas do BCE. Tal reflete o facto de o cálculo normal dos intervalos (com base em erros de projeção históricos) não constituir, nas presentes circunstâncias, uma indicação fiável da incerteza sem precedentes que envolve as projeções atuais. Por conseguinte, a fim de melhor ilustrar a incerteza atual, são fornecidos, na secção 5, cenários alternativos baseados em diferentes pressupostos relativos à evolução futura da pandemia de COVID-19 e às medidas de contenção associadas.

Caixa 4

Riscos para as perspetivas dos Estados Unidos e da área do euro relacionados com o “Plano de Resgate Americano”

Em 10 de março de 2021, o Congresso dos Estados Unidos aprovou o plano de relançamento económico da Administração Biden (o designado “Plano de Resgate Americano”), promulgando, com algumas alterações, a primeira prioridade legislativa da nova administração. O pacote orçamental associado é muito ousado, totalizando 1,84 biliões de dólares dos Estados Unidos (8,8% do PIB de 2020). O plano não consta das projeções de referência, dada a incerteza quanto à sua magnitude, composição e calendário prevalecente à data de fecho da informação. Esta caixa fornece uma primeira avaliação das possíveis implicações económicas do pacote orçamental para a economia dos Estados Unidos, bem como as repercussões para a área do euro com base em simulações de modelos.

O pacote orçamental visa mitigar as consequências económicas da pandemia de coronavírus e relançar a economia dos Estados Unidos. Incluirá i) uma renovação do prolongamento da duração do subsídio de desemprego, ii) a entrega de um cheque único adicional às famílias e iii) um aumento da despesa estadual e local para financiar os esforços de saúde pública e a educação. O cenário considerado nas simulações tem por base o pacote em discussão à data de fecho da informação (1,9 biliões de dólares dos Estados Unidos)⁷. Embora o pacote seja executado

⁷ O pacote simulado correspondeu a 1,9 biliões de dólares dos Estados Unidos, em conformidade com as propostas iniciais. Após alterações no Congresso, os últimos cálculos do Gabinete do Orçamento do Congresso dos Estados Unidos sugerem que a dotação do pacote será de 1,84 biliões de dólares.

numa fase inicial, como sugerem estimativas recentes do Gabinete do Orçamento do Congresso dos Estados Unidos (*Congressional Budget Office*), as simulações pressupõem que tanto as famílias como as administrações locais e estaduais atenuariam o seu impacto na economia através de uma poupança mais elevada e de um adiamento de despesas, em consonância com o observado aquando da primeira série de medidas de estímulo no ano passado.

O impacto na economia dos Estados Unidos depende de vários pressupostos subjacentes importantes. Os programas de despesa das administrações estaduais e locais foram modelados pressupondo uma subida (temporária) do consumo público e que os subsídios de desemprego e parte do cheque afetam as transferências de montantes fixos direcionadas para as famílias com restrições de liquidez, assumindo o estímulo remanescente proporcionado pelo cheque a forma de um aumento de outras transferências de montantes fixos. Na definição do modelo, o Sistema de Reserva Federal acomoda a expansão orçamental, mantendo as taxas de juro constantes durante dois anos (globalmente em consonância com as atuais expectativas do mercado)⁸.

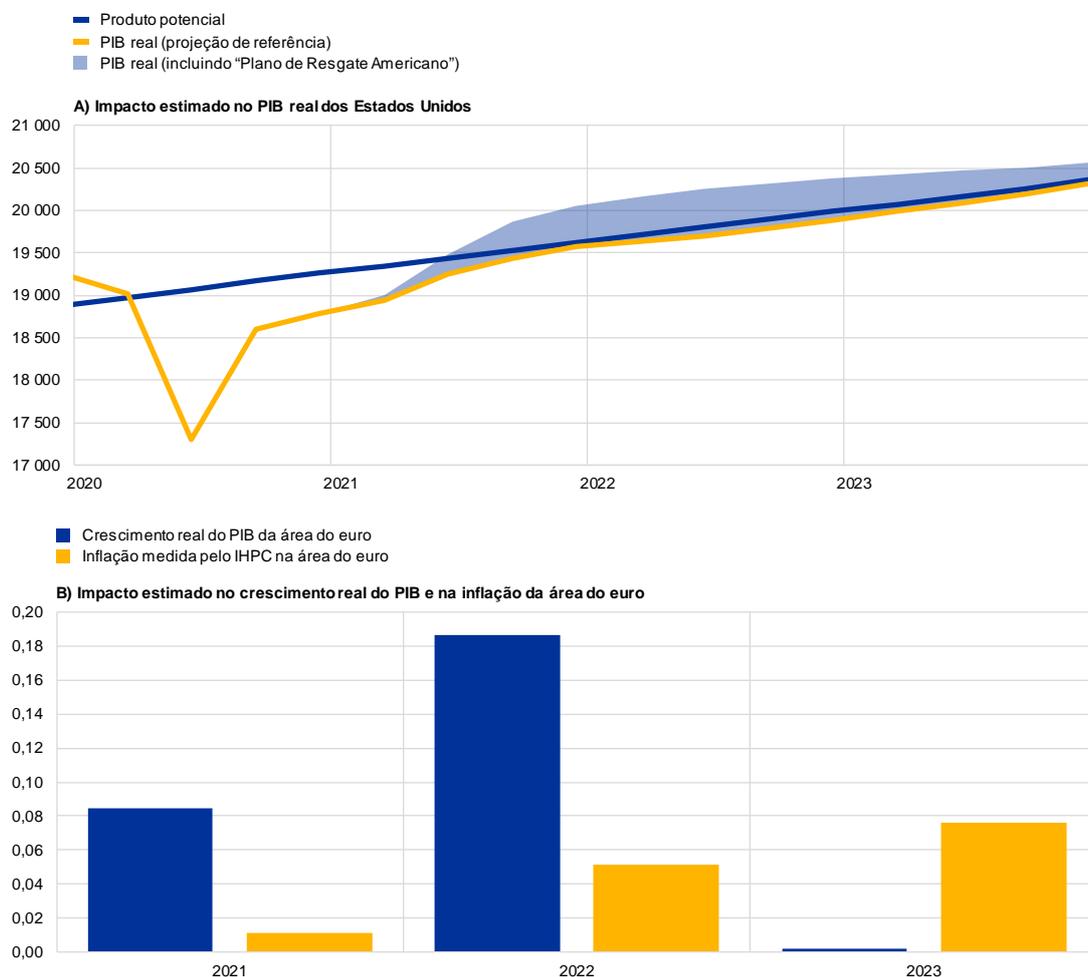
Os resultados dos modelos sugerem um aumento significativo da atividade decorrente do pacote orçamental, em particular no curto prazo. O estímulo orçamental impulsiona a atividade económica no curto prazo, uma vez que a procura responde rapidamente (ver o gráfico). De um modo geral, em comparação com a atual projeção de referência⁹, o estímulo orçamental adicional aumentaria de forma significativa o nível do PIB real dos Estados Unidos no horizonte de projeção. Em resultado, a taxa de crescimento da economia do país poderia ser de 6,4% em 2021. Dada a natureza temporária do estímulo orçamental, o efeito desaparece no decurso do horizonte de projeção. Em 2023, espera-se que o crescimento real do PIB abrande significativamente.

⁸ Os efeitos na economia dos Estados Unidos são estimados utilizando o modelo monetário e orçamental integrado mundial ou "modelo GIMF" (do inglês, "Global Integrated Monetary and Fiscal model") (ver Anderson *et al.*, "Getting to Know GIMF: The Simulation Properties of the Global Integrated Monetary and Fiscal Model", *Documento de Trabalho*, n.º 13/55, FMI, 2013), conjugado com um juízo crítico. A magnitude dos multiplicadores orçamentais está sujeita a elevada incerteza. No modelo GIMF, os multiplicadores orçamentais implícitos (no primeiro ano) são de 1,0 para a despesa pública, 0,7 para as transferências para as famílias com restrições de liquidez e 0,3 para as transferências gerais (de acordo com o pressuposto de modelização de nenhuma resposta da política monetária). Apesar de estes multiplicadores estarem, em geral, em consonância com a literatura académica, existem também algumas provas empíricas de que os multiplicadores orçamentais são assimétricos e estão dependentes dos estados: constatou-se que dependem da orientação das medidas orçamentais (de menor dimensão se a política for expansionista) e da situação da economia (de maior dimensão em recessões do que em expansões).

⁹ A atual projeção de referência aponta para um crescimento real do PIB nos Estados Unidos de 4,8%, 2,3% e 2% em 2021, 2022 e 2023, respetivamente.

Impacto estimado no PIB real dos Estados Unidos e no PIB real e na inflação da área do euro

(em termos trimestrais; biliões de dólares dos Estados Unidos encadeados 2012 (gráfico A); impacto no PIB real e na inflação medida pelo IHPC em pontos percentuais (gráfico B))



Fontes: Cálculos do BCE.

Notas: Os resultados relativos aos Estados Unidos têm por base o modelo GIMF, sem resposta da política monetária em 2021 ou 2022, pressupondo uma dotação total do pacote de 1,9 biliões de dólares dos Estados Unidos; os resultados incluem também um juízo crítico. As simulações relativas à área do euro realizadas com repercussões no comércio intra-área do euro avaliam o impacto da alteração da procura externa da área do euro, dos preços dos concorrentes nas moedas nacionais e dos preços das ações, bem como de um prémio de risco ser incorporado nos diferenciais de crédito. As políticas orçamentais e a política monetária na área do euro são mantidas exógenas. Pressupõe-se que as taxas de juro nominais de curto e de longo prazo, as taxas de câmbio nominais e os preços do petróleo permanecem inalterados. Os efeitos na área do euro são calculados utilizando o novo modelo multipaíses do BCE, no qual a formação de expectativas é retrospectiva com a aprendizagem¹⁰.

No que respeita à inflação, espera-se que o desvio positivo do produto se traduza em pressões sobre a inflação em 2022. Em comparação com a atual projeção de referência¹¹, o estímulo orçamental adicional poderá aumentar a inflação subjacente da despesa de consumo pessoal nos Estados Unidos entre 0,2 e 0,4 pontos percentuais durante o horizonte de projeção. O caráter temporário do estímulo reduziria o desvio positivo do produto e as pressões sobre a inflação em 2023. O impacto na inflação baseia-se nos seguintes pressupostos: i) uma curva de Phillips relativamente horizontal, em consonância com a experiência recente; ii) uma posição cíclica

¹⁰ Dieppe *et al.*, "The ECB's New Multi-Country Model for the euro area: NMCM – with boundedly rational learning expectations", *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1316, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2011.

¹¹ A atual projeção de referência aponta para uma inflação subjacente da despesa de consumo pessoal nos Estados Unidos de 1,8%, 2,1% e 2% em 2021, 2022 e 2023, respetivamente.

da economia, ainda com um desvio negativo do produto no primeiro semestre de 2021; e iii) expectativas de inflação ancoradas¹². No entanto, existe incerteza quanto à inclinação da curva de Phillips, o que representa um risco em sentido ascendente. Ao mesmo tempo, uma forte subida da inflação poderia repercutir-se nas expectativas de inflação, conduzindo a uma desancoragem.

Tendo em conta a dimensão do pacote orçamental, as repercussões para a área do euro poderão ser consideráveis. O novo modelo multipaís é utilizado para avaliar os efeitos do “Plano de Resgate Americano” na área do euro¹³. As expectativas quanto a este pacote orçamental já foram, em certa medida, incorporadas nos pressupostos técnicos subjacentes às projeções de referência¹⁴. Os efeitos económicos líquidos noutros países dependem de quão fortes são as suas ligações com os Estados Unidos. Em primeiro lugar, uma subida da procura interna dos Estados Unidos aumenta as importações do país, afetando, assim, de forma positiva o PIB dos outros países proporcionalmente à sua exposição comercial bilateral. Em segundo lugar, o estímulo orçamental apoia as avaliações do mercado bolsista e reduz os prémios de risco, especialmente na ausência de um aumento da restritividade da política monetária. Para a área do euro, estima-se que o impacto adicional do pacote de estímulo orçamental dos Estados Unidos, além do que se avalia estar já incluído através dos pressupostos técnicos, corresponda a um aumento do PIB da área do euro de cerca de 0,3% ao longo do horizonte de projeção, com um impacto máximo nas taxas de crescimento de cerca de 0,2 pontos percentuais em 2022. Espera-se que os efeitos sobre a inflação medida pelo IHPC sejam moderados, com um impacto cumulativo de cerca de 0,15 pontos percentuais durante o horizonte de projeção.

¹² Os efeitos sobre a inflação são sensíveis às especificações dos modelos e aos pressupostos sobre até que ponto os agentes económicos aperfeiçoam as suas previsões ou formam expectativas baseadas na aprendizagem ou adotam uma perspetiva retrospectiva. Estima-se que a subida da inflação seja de cerca de 0,2 pontos percentuais por 1% de redução do desvio do produto.

¹³ As repercussões dos Estados Unidos para países não pertencentes à área do euro (afetando, por conseguinte, as repercussões para a área do euro) foram avaliadas utilizando o modelo “ECB-Global” (Georgiadis, G. *et al.*, “ECB-Global 2.0: a global macroeconomic model with dominant-currency pricing, tariffs and trade diversion”, *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2530, BCE, Frankfurt am Main, março de 2021).

¹⁴ Desde o anúncio do projeto de pacote orçamental, as taxas de rentabilidade das obrigações e os preços das ações e do petróleo aumentaram, ainda que tal reflita um conjunto de outros fatores, incluindo uma melhoria das perspetivas de crescimento a nível mundial perante perspetivas mais positivas no que respeita à pandemia. A orientação adotada pelas autoridades monetárias em resposta à expansão orçamental é também fundamental. Como se parte do pressuposto de que as taxas de política monetária permanecem inalteradas em 2021 e 2022, pressupõe-se igualmente que as variações do dólar dos Estados Unidos face ao euro sejam limitadas.

5 Cenários alternativos para as perspetivas económicas da área do euro

Devido à persistência de uma incerteza significativa acerca da evolução futura da pandemia de COVID-19 e do nível das marcas deixadas na economia, dois cenários, que representam alternativas às projeções de referência de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, ilustram uma série de efeitos plausíveis da pandemia de COVID-19 sobre a economia da área do euro.

O cenário moderado assenta numa resolução da crise sanitária até ao final de 2021 e poucas marcas deixadas na economia a mais longo prazo, ao passo que o cenário grave pressupõe uma crise mais prolongada e perdas permanentes de potencial económico. Em comparação com a projeção de referência, o cenário moderado considera uma disponibilização mais rápida de vacinas e uma maior aceitação pública e eficácia das vacinas, também no tocante às mutações do vírus, permitindo uma flexibilização mais rápida das medidas de contenção, enquanto decisões mais eficazes tomadas pelas autoridades e pelos agentes económicos limitam ainda mais os custos económicos das medidas de contenção. Em contraste, o cenário grave considera uma forte intensificação da pandemia nos próximos meses com o surgimento de mutações do vírus, implicando também uma redução da eficácia das vacinas e a manutenção de medidas muito rigorosas no curto prazo, se bem que com resultados limitados¹⁵. As medidas de contenção continuam a atenuar significativamente a atividade em todos os setores da economia até que as soluções médicas sejam implementadas com sucesso. Pressupõe-se que uma implementação bem-sucedida ocorra no final de 2021 no cenário moderado e no início de 2022 na projeção de referência, ao passo que, no cenário grave, algumas medidas de contenção são necessárias até meados de 2023. Em comparação com a projeção de referência, o cenário grave caracteriza-se por um impacto económico negativo mais prolongado das medidas de contenção. Tal é amplificado pelo aumento das insolvências, conduzindo a fricções de crédito que afetam negativamente os custos dos empréstimos das famílias e das empresas. Simultaneamente, mesmo no cenário grave, parte-se do pressuposto de que a política monetária e as políticas orçamentais e prudenciais contêm os efeitos de amplificação financeira muito fortes.

¹⁵ Atendendo à dificuldade de prever novas intensificações da pandemia, as projeções têm em conta a possibilidade de um ressurgimento do vírus, distribuindo os efeitos económicos ao longo do período até a crise sanitária ser solucionada.

Quadro 2

Cenários macroeconómicos alternativos para a área do euro

(variação anual em percentagem, percentagem da população ativa)

	Projeções de março de 2021											
	Cenário moderado				Cenário da projeção de referência				Cenário grave			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
PIB real	-6,9	6,4	4,5	2,2	-6,9	4,0	4,1	2,1	-6,9	2,0	2,2	2,5
Inflação medida pelo IHPC	0,3	1,6	1,5	1,7	0,3	1,5	1,2	1,4	0,3	1,5	1,0	1,1
Taxa de desemprego	7,8	8,2	7,2	6,6	7,8	8,6	8,1	7,6	7,8	9,0	9,3	8,7
	Projeções de dezembro de 2020											
	Cenário moderado				Cenário da projeção de referência				Cenário grave			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
PIB real	-7,2	6,0	4,3	2,1	-7,3	3,9	4,2	2,1	-7,6	0,4	3,0	2,9
Inflação medida pelo IHPC	0,2	1,1	1,3	1,5	0,2	1,0	1,1	1,4	0,2	0,7	0,6	0,8
Taxa de desemprego	7,9	8,8	7,5	6,9	8,0	9,3	8,2	7,5	8,1	10,3	9,9	9,4

Os cenários para a economia mundial e, por conseguinte, para a procura externa da área do euro assentam nas mesmas narrativas gerais. Em resultado da elevada pró-ciclicidade do comércio mundial em relação à atividade mundial, no final de 2023, a procura externa da área do euro situar-se-ia cerca de 11% acima do seu nível anterior à crise no cenário moderado, ao passo que, no cenário grave, recuperaria apenas para o seu nível antes da crise.

O PIB real recuperaria fortemente no cenário moderado, regressando ao seu nível anterior à crise já no terceiro trimestre de 2021, enquanto, no cenário grave, estaria a aproximar-se desse nível só em finais de 2023 (ver o gráfico 3).

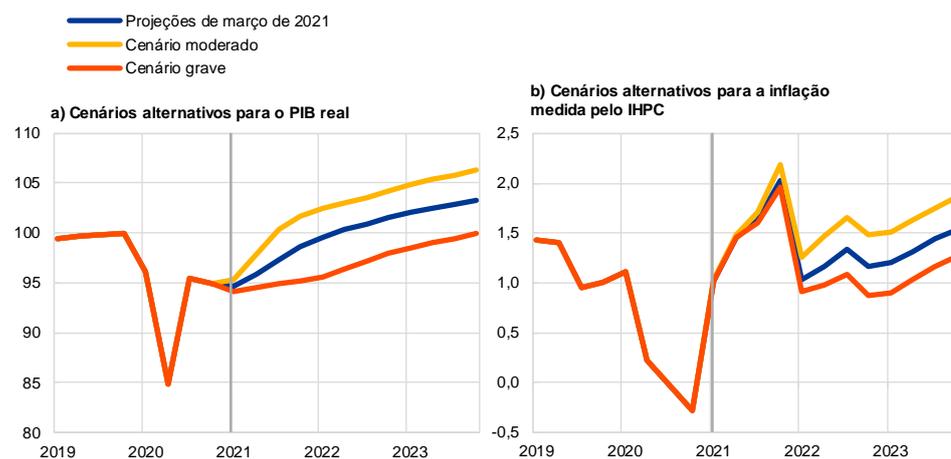
O cenário moderado aponta para um aumento de 0,4% do PIB real no primeiro trimestre de 2021, seguido de uma recuperação notável no segundo trimestre e de um novo fortalecimento da atividade económica durante o resto do ano, desencadeado pela pressuposta rápida disponibilização de vacinas, o que instila efeitos de confiança. Consequentemente, a atividade económica regressa aos níveis anteriores à pandemia em finais de 2021. Projeta-se que os efeitos negativos da pandemia se desvançam, em grande parte, até ao final de 2022, com o PIB a regressar aproximadamente ao nível avançado nas projeções de dezembro de 2019, elaboradas antes da crise. No cenário grave, a atividade económica diminuiria 0,9% no primeiro trimestre de 2021 e expandir-se-ia apenas de forma modesta no segundo trimestre, prosseguindo depois a sua recuperação moderada. O crescimento económico permanece fraco no cenário grave até ao início de 2022, devido à pressuposta intensificação das medidas de contenção no primeiro trimestre de 2021 e a sua flexibilização gradual, relativamente modesta, a partir de então. Este resultado é agravado ainda mais por efeitos de aprendizagem suplementares bastante limitados, por uma incerteza significativa e por mecanismos de amplificação financeira, sendo apenas parcialmente atenuado pelas medidas de apoio em termos de políticas. Projeta-se, no cenário grave, uma recuperação do crescimento um pouco mais vigorosa, em comparação com a projeção de referência, apenas a partir do final de 2022, tendo em conta um forte potencial de recuperação, o que ajuda a

compensar quase todas as perdas de PIB real, face ao nível anterior à crise, até ao final do horizonte de projeção. Os cenários atuais são mais simétricos em torno da projeção de referência, em comparação com as projeções de dezembro de 2020.

Gráfico 3

Cenários alternativos para o PIB real e a inflação medida pelo IHPC na área do euro

(índice: T4 2019 = 100 (gráfico da esquerda); variação percentual homóloga (gráfico da direita))



Nota: A linha vertical indica o início do horizonte de projeção.

Os mercados de trabalho recuperariam no cenário moderado, já que as políticas conseguiriam, em grande parte, evitar efeitos de histerese apenas parcialmente contidos no cenário grave. No cenário moderado, a taxa de desemprego segue uma dinâmica semelhante à da projeção de referência, atingindo um máximo em 2021, após a esperada cessação da maioria das medidas de apoio estatal, e revertendo rapidamente para o seu nível anterior à crise em 2022. Em contrapartida, no cenário grave, a taxa de desemprego não regressa ao nível antes da crise registado no quarto trimestre de 2019 e mantém-se significativamente alta, refletindo necessidades mais elevadas de reafectação entre setores. Tal destaca os riscos em sentido ascendente relacionados com possíveis falências e vulnerabilidades de empresas, bem como a potencial histerese.

A inflação medida pelo IHPC voltaria a recuperar no curto prazo em ambos os cenários, com mais variações subsequentemente, devido a diferenças no equilíbrio entre a oferta e a procura. Tal reflete o facto de, na projeção de referência, os principais fatores impulsionadores da subida da inflação no curto prazo (nomeadamente, os pressupostos relativos aos preços do petróleo, os efeitos de base sobre a componente de preços dos produtos energéticos e o impacto da alteração temporária do IVA na Alemanha) serem também aplicáveis nos cenários alternativos. Numa análise além do curto prazo, espera-se que tanto os efeitos em sentido descendente do lado da procura como os efeitos em sentido ascendente do lado da oferta sobre a inflação sejam maiores no cenário grave do que no cenário moderado, mas considera-se que o excesso de oferta seja mais elevado no cenário grave do que no cenário moderado, reduzindo a inflação. Não obstante, em comparação com as projeções de dezembro de 2020, as variações entre cenários

tornaram-se consideravelmente menores, uma vez que o cenário grave apresenta agora uma perspectiva menos pessimista.

Caixa 5

Análise de sensibilidade

As projeções assentam fortemente em pressupostos técnicos acerca da evolução de determinadas variáveis fundamentais. Dado que algumas dessas variáveis podem ter um impacto considerável nas projeções para a área do euro, examinar a sensibilidade destas últimas a trajetórias alternativas desses pressupostos implícitos pode ajudar na análise dos riscos em torno das projeções.

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 à projeção de referência, baseados nos futuros do petróleo, preveem um perfil significativamente descendente dos preços do petróleo, com os preços do petróleo bruto Brent a descerem cerca de 10% no horizonte de projeção. 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 16 de fevereiro de 2021, a data de fecho da informação para os pressupostos técnicos. Esta trajetória comporta uma diminuição gradual do preço do petróleo para 41,1 dólares dos Estados Unidos por barril em 2023, valor que é 23,4% 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 2022 e 2023), ao passo que a inflação medida pelo IHPC seria mais baixa 0,2 pontos percentuais em 2021, 0,4 pontos percentuais em 2022 e 0,3 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 70 dólares dos Estados Unidos por barril em 2023, valor que é 30,4% superior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. Esta trajetória implicaria que a inflação medida pelo IHPC seria mais elevada 0,2 pontos percentuais em 2021 e 0,4 pontos percentuais em 2022 e 2023, enquanto o crescimento real do PIB seria ligeiramente inferior (descendo 0,1 pontos percentuais em 2021 e 2022).

© Banco Central Europeu, 2021

Endereço postal 60640 Frankfurt am Main, Alemanha

Telefone +49 69 1344 0

Sítio 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 2529-4571, QB-CE-21-001-PT-Q