



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

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

Junho 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	5
2 Economia real	7
Caixa 2 Dinâmica do rácio de poupança das famílias e implicações para as perspetivas económicas da área do euro	10
Caixa 3 Enquadramento internacional	13
3 Perspetivas orçamentais	16
4 Preços e custos	18
Caixa 4 Previsões elaboradas por outras instituições	20
5 Cenários alternativos para as perspetivas económicas da área do euro	22
Caixa 5 Análise de sensibilidade	25

Síntese

A atual pandemia de coronavírus (COVID-19) continuou a afetar a atividade económica no primeiro trimestre de 2021, devido ao prolongamento das rigorosas medidas de contenção e ao surgimento de estrangulamentos da oferta. No entanto, a descida do produto foi contida por efeitos de aprendizagem – com os agentes económicos a ajustarem-se melhor à pandemia – e pelo apoio em termos de políticas, bem como pela recuperação em curso da procura externa e por um setor da indústria transformadora resiliente¹.

Os recentes progressos no combate à pandemia deverão conduzir a uma retoma significativa a partir do segundo trimestre do ano. Em especial, a vacinação mais rápida e a diminuição paralela das taxas de infeção deverão permitir uma rápida reversão das medidas de contenção no segundo semestre de 2021, as quais foram mais rigorosas do que o esperado no primeiro semestre do ano. Contudo, pressupõe-se que estas medidas só serão plenamente flexibilizadas no início de 2022, conforme indicado nas projeções anteriores. Em função destes pressupostos, projeta-se que a atividade na área do euro regresse ao crescimento no segundo trimestre de 2021 e registe um aumento forte no segundo semestre do ano, impulsionada por uma recuperação acentuada do consumo privado e por uma diminuição dos estrangulamentos da oferta. Esta evolução deverá permitir que o produto interno bruto (PIB) real ultrapasse o seu nível antes da crise a partir do primeiro trimestre de 2022, um trimestre antes do previsto anteriormente.

Em comparação com as projeções de março de 2021, as perspetivas de crescimento são mais fortes em 2021 e 2022. Tal reflete o pressuposto de que a pandemia terá um impacto económico mais reduzido, tendo em conta os progressos das campanhas de vacinação, as substanciais medidas suplementares de política orçamental – em parte, financiadas pelo programa “Next Generation EU” (NGEU) – e uma melhoria das perspetivas para a procura externa, apoiada pelos recentes pacotes de política orçamental nos Estados Unidos. Espera-se que as medidas de política monetária, orçamental e macroprudencial sejam bem-sucedidas em evitar grandes efeitos de amplificação financeira e limitar as marcas económicas causadas pela crise. Em resultado, no final de 2022, o PIB real deverá situar-se apenas 1,3% abaixo do nível indicado nas projeções publicadas antes do início da pandemia².

¹ A data de fecho da informação para os pressupostos técnicos, como os relativos aos preços do petróleo e às taxas de câmbio, foi 18 de maio de 2021 (ver a caixa 1). As projeções macroeconómicas para a área do euro foram concluídas em 26 de maio 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>.

² Ver “Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema”, dezembro de 2019 (https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections201912_eurosystemstaff~c7a91336cb.en.html), que abrangeram o período de 2019 a 2022.

A inflação deverá aumentar para 1,9% em 2021, impulsionada por fatores temporários em sentido ascendente, antes de regressar a taxas de 1,5% e 1,4% em 2022 e 2023, visto que as pressões do lado da procura permanecem fracas e se pressupõe que os preços do petróleo diminuam. O perfil da inflação global em 2021 em forma de “U” invertido reflete a reversão da redução da taxa do imposto sobre o valor acrescentado (IVA) na Alemanha, a subida da taxa de inflação dos preços dos produtos energéticos em resultado de fortes efeitos de base e um aumento dos custos de produção associado a perturbações da oferta. Dado que estes fatores temporários deverão desaparecer no início de 2022, espera-se que a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) apresente um perfil praticamente horizontal em 2022 e 2023. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá registar um fortalecimento – superior ao indicado nas projeções de março de 2021 –, à medida que a recuperação económica progride e a margem disponível na economia diminui. Projeta-se também que a inflação da componente de preços dos produtos alimentares do IHPC aumente. Estes efeitos em sentido ascendente sobre a inflação global são, em geral, compensados ao longo do horizonte de projeção pela descida da projetada inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC, tal como determinado pela inclinação descendente da curva de preços dos futuros do petróleo. Em comparação com as projeções de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, a inflação global foi revista em alta para 2021 e 2022, devido a uma evolução mais positiva da margem disponível na economia e aos efeitos em sentido ascendente dos preços das matérias-primas.

Projeções para o crescimento e a inflação na área do euro

(variação anual, em percentagem)

	Junho de 2021					Março de 2021			
	2019	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
PIB real	1,3	-6,8	4,6	4,7	2,1	-6,9	4,0	4,1	2,1
IHPC	1,2	0,3	1,9	1,5	1,4	0,3	1,5	1,2	1,4

Notas: Os valores relativos ao PIB real referem-se a dados corrigidos de sazonalidade e de dias úteis. Os dados históricos podem divergir das publicações mais recentes do Eurostat, devido à divulgação de dados após a data de fecho da informação para as projeções.

Em virtude da continuação da incerteza sobre a evolução da pandemia e a dimensão das marcas deixadas na economia, foram novamente preparados dois cenários alternativos: um cenário moderado, que pressupõe uma resolução mais rápida da crise sanitária, e um cenário grave, que considera uma pandemia prolongada. Estes cenários alternativos são apresentados na secção 5.

1 Principais pressupostos subjacentes às projeções

A projeção de referência das projeções de junho de 2021 assenta no pressuposto de uma rápida flexibilização das medidas de contenção e de uma resolução da crise sanitária no início de 2022. A projeção de referência parte do pressuposto de que as campanhas de vacinação prosseguirão em consonância com a estratégia da União Europeia (UE) para o fornecimento de vacinas³. Todavia, pressupõe-se que algumas medidas de contenção são necessárias até inícios de 2022 por vários motivos: restrições da procura (por exemplo, a disponibilidade da população para ser vacinada), o aparecimento de novas variantes da COVID-19 fora da área do euro e as incertezas remanescentes quanto à eficácia das vacinas contra essas variantes. Em comparação com as projeções de março de 2021, as medidas de contenção foram significativamente mais restritivas no primeiro semestre de 2021, mas pressupõe-se que, até ao final do ano, se aproximem dos níveis mais baixos indicados no exercício de projeção anterior. Tal implica uma flexibilização mais rápida das medidas no segundo semestre de 2021. Para o enquadramento internacional, os pressupostos quanto à evolução da pandemia são, em média, semelhantes (embora com claras diferenças entre países). Os cenários baseados em pressupostos alternativos no tocante à progressão da pandemia e à dimensão das marcas deixadas na economia são apresentados na secção 5.

Medidas significativas de política monetária e orçamental, incluindo o NGEU, ajudarão a apoiar o rendimento e a procura agregada, a evitar perdas de postos de trabalho e falências em larga escala e a conter os ciclos de interação adversa entre a economia real e o setor financeiro. Além das medidas de política monetária adotadas pelo BCE até à data de fecho da informação para estas projeções, a projeção de referência incorpora o estímulo discricionário da política orçamental relacionado com a crise da COVID-19 e a recuperação, incluindo as medidas financiadas pelo NGEU. Esse estímulo discricionário ascende a cerca de 4½% do PIB em 2021, 1½% em 2022 e 1¼% em 2023 (secção 3). As garantias estatais de empréstimos e as injeções de capital deverão continuar a ajudar a atenuar as restrições de liquidez. Acresce que as políticas de supervisão e macroprudenciais libertaram mais capital bancário para absorver perdas e apoiar o fluxo de crédito à economia real. Foram libertadas reservas de fundos próprios, emitidas orientações para reduzir a pró-ciclicidade na constituição de provisões e tomadas medidas no sentido de preservar a capacidade de absorção de perdas das instituições de crédito. 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 a economia real e o setor financeiro ao longo do horizonte de projeção.

³ A **estratégia da UE em matéria de vacinas** exorta os Estados-Membros a acelerar a disponibilização de vacinas e, "até ao verão de 2021, os Estados-Membros deverão ter vacinado pelo menos 70% de toda a população adulta", o que corresponde a cerca de 55% a 60% do total da população. Esta estratégia é amplamente consistente com as atuais encomendas confirmadas de doses.

Caixa 1

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

Em comparação com as projeções de março de 2021, 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 forte. 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 18 de maio 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 -0,3% em 2023. 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 anual de 0,2% em 2021, 0,5% em 2022 e 0,7% em 2023⁴. Em comparação com as projeções de março de 2021, 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 cerca de 20 a 40 pontos base para o 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 18 de maio de 2021. Nesta base, pressupõe-se que o preço do barril de petróleo bruto Brent suba de 42,3 dólares dos Estados Unidos em 2020 para 65,8 dólares em 2021, descendo depois para 61,9 dólares em 2023. Esta trajetória implica que, em comparação com as projeções de março de 2021, os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos são mais elevados cerca de 11% em 2021 e 15% em 2023. Quanto aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, o pressuposto é de que recuperem fortemente em 2021 (mais 20 pontos percentuais do que o avançado nas projeções anteriores), estabilizem em 2022 e diminuam em 2023.

Relativamente às taxas de câmbio bilaterais, pressupõe-se que, durante o horizonte de projeção, permanecem inalteradas nos níveis médios prevalecentes na quinzena finda em 18 de maio 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 se mantém inalterada face aos pressupostos subjacentes às projeções de março de 2021. O pressuposto relativo à taxa de câmbio efetiva do euro implica uma apreciação de 0,7% desde as projeções de março de 2021.

⁴ 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.

Pressupostos técnicos

	Junho de 2021				Março de 2021			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	0,0	0,2	0,5	0,7	0,0	0,0	0,1	0,3
Preço do petróleo (USD/barril)	42,3	65,8	64,6	61,9	42,3	59,3	55,7	53,7
Preços das matérias-primas não energéticas, em USD (variação anual, em percentagem)	3,2	39,0	0,1	-8,0	3,2	19,0	-2,1	-1,4
Taxa de câmbio USD/EUR	1,14	1,21	1,21	1,21	1,14	1,21	1,21	1,21
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE42) (T1 1999 = 100)	119,4	122,0	122,2	122,2	119,4	121,4	121,4	121,4

2 Economia real

O PIB real registou uma nova descida no primeiro trimestre de 2021. Segundo o Eurostat, o PIB real diminuiu 0,3% no primeiro trimestre⁵, um valor, em geral, semelhante à descida subjacente à projeção de referência de março de 2021. Embora tenham surgido alguns estrangulamentos da oferta e as medidas de contenção tenham sido mais rigorosas do que o pressuposto, o impacto destas últimas na atividade económica foi compensado por efeitos de aprendizagem, dado que os agentes económicos continuam a adaptar-se às medidas. De um modo geral, o PIB real no primeiro trimestre de 2021 situou-se 5,1% abaixo do nível registado no quarto trimestre de 2019.

Gráfico 1

Crescimento do PIB real da área do euro

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



Notas: Os dados são corrigidos de sazonalidade e de dias úteis. Os dados históricos podem divergir das publicações mais recentes do Eurostat, devido à divulgação de dados após a data de fecho da informação para as projeções. 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 elevada incerteza 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, às medidas de contenção associadas e à dimensão das marcas deixadas na economia.

O PIB real deverá recuperar no segundo trimestre de 2021, em consonância com a melhoria significativa dos indicadores de sentimento (gráfico 1).

Muitos países da área do euro prolongaram e reforçaram ainda mais as medidas de confinamento em abril, tendo, porém, ocorrido alguma flexibilização já em maio, a qual deverá prosseguir em junho. À semelhança dos trimestres anteriores, estas medidas de confinamento resultam, aparentemente, em menos perturbações da atividade na indústria transformadora (por exemplo, o Índice dos Gestores de Compras (IGC) relativo à indústria transformadora da área do euro subiu para 63,1 em maio) e pesam mais sobre a atividade no setor dos serviços. Este último mostrou, ainda assim, sinais de recuperação (situando-se o IGC relativo à atividade económica

⁵ Este valor foi revisto em alta face à estimativa provisória de -0,6% inicialmente publicada pelo Eurostat e que foi incluída nas projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema apresentadas nos gráficos 1 e 2.

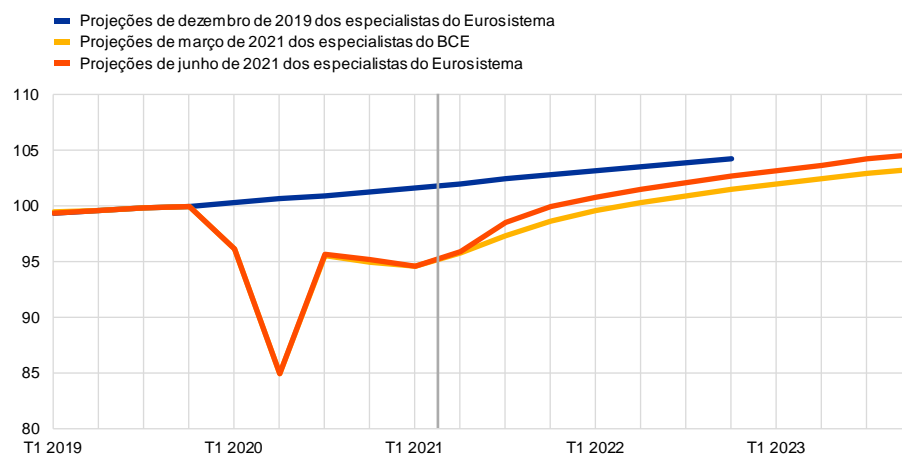
no setor dos serviços na área do euro em 55,2 em maio). Medidas orçamentais direcionadas apoiarão igualmente a recuperação da atividade. Em geral, espera-se que o PIB real aumente 1,4% no segundo trimestre (em comparação com um aumento de 1,3% nas projeções de março de 2021).

Projeta-se que a atividade recupere fortemente durante o segundo semestre de 2021, dado esperar-se uma flexibilização das medidas de contenção.

A esperada recuperação baseia-se em vários pressupostos: uma rápida flexibilização das medidas de contenção, uma nova diminuição da incerteza, um reforço da confiança na sequência de novos aumentos das taxas de vacinação, uma política monetária e políticas orçamentais favoráveis e a reversão de alguma procura latente. Embora apoiada pela continuação de uma forte recuperação da procura externa, a retoma será sobretudo impulsionada por uma recuperação robusta da procura interna, em especial no terceiro trimestre, tendo em conta a esperada reabertura progressiva e generalizada dos setores económicos. Além disso, outros fatores que reduziram a atividade no primeiro semestre do ano deverão abrandar, incluindo a escassez de *microchips*, que é avaliada como tendo afetado os setores automóvel e tecnológico. Espera-se igualmente que o NGEU impulse o investimento em alguns países. O PIB real deverá ultrapassar o seu nível anterior à crise no primeiro trimestre de 2022 (um trimestre mais cedo do que o avançado nas projeções de março de 2021). No último trimestre de 2022, deverá situar-se 1,3% abaixo do nível indicado nas projeções publicadas antes do início da pandemia (gráfico 2)⁶.

Gráfico 2 **PIB real da área do euro**

(volumes encadeados, T4 2019 = 100)



Notas: Os dados são corrigidos de sazonalidade e de dias úteis. Os dados históricos podem divergir das publicações mais recentes do Eurostat, devido à divulgação de dados após a data de fecho da informação para as projeções. A linha vertical indica o início do horizonte de projeção de junho de 2021.

⁶ Ver a nota de rodapé 2.

Quadro 1

Projeções macroeconómicas para a área do euro

(variação anual, em percentagem)

	Junho de 2021					Março de 2021			
	2019	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
PIB real	1,3	-6,8	4,6	4,7	2,1	-6,9	4,0	4,1	2,1
Consumo privado	1,3	-8,0	2,9	7,0	2,0	-8,0	3,0	5,9	2,1
Consumo público	1,8	1,4	3,4	-0,8	1,0	1,0	2,9	0,1	1,1
Formação bruta de capital fixo	5,8	-8,2	7,3	5,5	2,8	-8,4	5,5	5,9	3,3
Exportações¹⁾	2,5	-9,8	9,0	6,5	3,7	-10,5	7,5	5,5	3,4
Importações¹⁾	3,8	-9,3	8,3	7,0	3,6	-10,0	6,6	6,4	3,6
Emprego	1,2	-1,6	0,3	1,2	1,0	-1,7	-0,2	1,3	1,0
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	7,5	7,8	8,2	7,9	7,4	7,8	8,6	8,1	7,6
IHPC	1,2	0,3	1,9	1,5	1,4	0,3	1,5	1,2	1,4
IHPC excluindo produtos energéticos	1,2	1,0	1,2	1,4	1,6	1,0	1,1	1,2	1,5
IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares	1,0	0,7	1,1	1,3	1,4	0,7	1,0	1,1	1,3
IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos²⁾	1,0	0,8	0,9	1,2	1,4	0,8	0,8	1,1	1,3
Custos unitários do trabalho	1,8	5,0	-1,0	-0,6	1,3	4,7	-0,3	-0,6	1,2
Remuneração por trabalhador	1,9	-0,5	3,2	2,9	2,4	-0,8	3,9	2,2	2,3
Produtividade do trabalho	0,1	-5,2	4,3	3,5	1,1	-5,2	4,2	2,8	1,1
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-0,6	-7,3	-7,1	-3,4	-2,6	-7,2	-6,1	-3,1	-2,4
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB)³⁾	-1,0	-5,0	-5,2	-2,8	-2,7	-4,9	-4,0	-2,3	-2,2
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	83,9	98,0	99,4	96,3	95,2	96,9	98,2	96,1	95,1
Orientação orçamental (corrigida de subvenções do NGEU)⁴⁾	-0,4	-4,2	-1,0	2,1	0,1	-4,2	0,1	1,5	-0,1
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	2,4	2,1	2,4	2,3	2,4	2,2	2,0	1,7	1,7

Notas: O PIB real e as suas componentes, os custos unitários do trabalho, a remuneração por trabalhador e a produtividade do trabalho baseiam-se em dados corrigidos de sazonalidade e de dias úteis. Os dados históricos 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 elevada incerteza 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, às medidas de contenção associadas e à dimensão das marcas deixadas na economia.

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.

Espera-se que o consumo privado seja o principal fator impulsionador da retoma. Na sequência do reforço e do prolongamento das medidas de contenção desde o outono de 2020, o consumo privado registou uma nova descida significativa no primeiro trimestre de 2021, contribuindo fortemente para o abrandamento da

atividade. A dinâmica de curto prazo mais fraca da despesa das famílias, especialmente nos serviços com elevado contacto, resulta num nível de consumo, no primeiro semestre de 2021, inferior ao avançado nas projeções de março de 2021. O consumo continua a ser mais volátil do que a evolução do rendimento disponível real, que é estabilizada pelo apoio estatal, conduzindo a uma nova variação acentuada do rácio de poupança. Espera-se que o consumo privado retome a sua recuperação no segundo trimestre e que acelere depois fortemente no segundo semestre de 2021, com a flexibilização progressiva das medidas de contenção, atingindo o seu nível anterior à crise no segundo trimestre de 2022. Esta subida é também apoiada pela diminuição gradual da incerteza e pela recuperação do rendimento disponível, não obstante a cessação das transferências orçamentais líquidas, em particular em 2022. Apesar de se esperar que o consumo privado seja o principal motor da retoma, a projeção de referência não contempla um forte contributo da libertação de procura latente, atendendo a que o elevado *stock* de poupança em excesso acumulada permanecerá, em grande medida, por gastar (ver a caixa 2 a seguir).

Caixa 2

Dinâmica do rácio de poupança das famílias e implicações para as perspetivas económicas da área do euro

O rácio de poupança das famílias sofreu consideráveis flutuações desde o início da pandemia e continua a situar-se num nível elevado, resultando numa acumulação de poupança em excesso. A pandemia de COVID-19 levou a uma subida acentuada do rácio de poupança das famílias da área do euro para um nível superior ao prevalecente antes da pandemia. A subida refletiu, em larga escala, poupança forçada, atendendo a que os confinamentos limitaram o consumo, em particular nos serviços com elevado contacto. Em contraste, o rendimento disponível manteve-se mais resistente, tendo sido estabilizado pelo apoio estatal. Motivos relacionados com a precaução de economizar mais do que em situações normais, devido à extrema incerteza, especialmente em relação ao emprego e aos rendimentos futuros das famílias, amplificaram ainda mais esta evolução. Dado que o rácio de poupança é um conceito de fluxo, enquanto o fluxo de poupança permanece acima da trajetória anterior à crise – para a qual foi escolhida como referência a trajetória indicada nas projeções de dezembro de 2019 elaboradas pelos especialistas do Eurosistema –, continua a ser acumulado um *stock* de poupança em excesso em relação aos níveis normais antes da crise⁷.

As projeções de junho de 2021 partem do pressuposto de que o rácio de poupança regressa a valores em torno do seu nível antes da pandemia em meados de 2022, em virtude da perda de importância dos fatores impulsionadores tanto da poupança forçada como da poupança por motivos de precaução, e fica um pouco aquém desse nível subseqüentemente. Esta trajetória reflete uma normalização dos fluxos de poupança, após a resolução com êxito da crise sanitária e o levantamento das medidas de contenção, o que se pressupõe que ocorra em inícios de 2022, reforçando também a confiança. Em comparação com as regularidades históricas, que implicariam uma descida bastante prolongada do rácio de poupança até atingir os níveis normais,

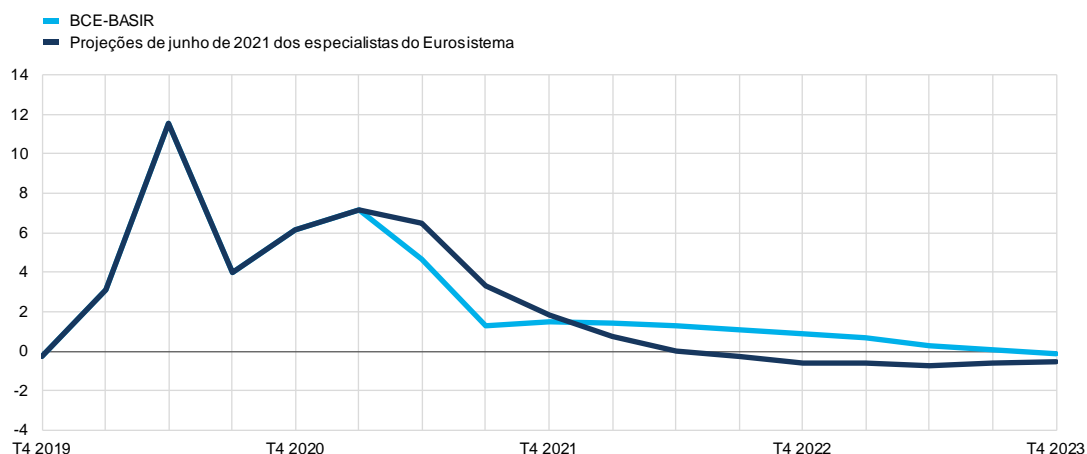
⁷ Os fluxos de poupança persistentemente elevados durante a pandemia de COVID-19 resultaram na acumulação de um considerável *stock* de poupança em excesso, estimado em 540 mil milhões de euros no primeiro trimestre de 2021, ou seja, 7,4% do rendimento disponível anual em 2019. Visto que a crise sanitária ainda não terminou, é de esperar alguma poupança em excesso adicional no futuro.

o caráter muito distintivo da pandemia, incluindo a adoção de medidas de contenção, deverá apoiar uma normalização relativamente rápida, consentânea com as projeções de junho de 2021.

Além disso, as projeções pressupõem apenas uma absorção modesta, através do consumo, do *stock* previamente acumulado de poupança em excesso, conforme indicado, no gráfico abaixo, por um rácio de poupança um pouco aquém da trajetória anterior à pandemia.

Desvio do rácio de poupança das famílias em relação à trajetória esperada antes da pandemia de COVID-19

(desvio em pontos percentuais face à trajetória projetada nas projeções de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema)



Fontes: Simulações com base no modelo BCE-BASIR, projeções dos especialistas do Eurosistema e cálculos do BCE.

Notas: Ambas as linhas mostram o esperado desvio do rácio de poupança em relação à trajetória indicada nas projeções de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, escolhida como a trajetória de referência anterior à pandemia. As projeções de dezembro de 2019 são alargadas até 2023, utilizando as taxas médias de crescimento do rendimento disponível nominal e do consumo privado a partir de 2022. No que respeita ao modelo BCE-BASIR, as projeções de junho de 2021 são aplicadas até ao primeiro trimestre de 2021.

O ajustamento do *stock* de poupança em excesso acumulada será um exercício de equilíbrio entre várias forças opostas.

Por um lado, o aumento do rácio de poupança durante os confinamentos refletiu, em larga escala, poupança involuntária, que deverá diminuir e ser parcialmente utilizada para consumo, quando as medidas de contenção forem levantadas⁸.

Tal poderá ser apoiado pelo facto de a maior parte da poupança adicional ter, aparentemente, sido mantida sobretudo sob a forma de depósitos bancários, que são muito líquidos e, portanto, podem ser facilmente utilizados para consumo. Com a diminuição da incerteza, alguma poupança por motivos de precaução poderá também ser utilizada. Por outro lado, uma reversão mais significativa do *stock* de poupança em excesso mediante uma utilização para fins de consumo parece improvável, devido à concentração da poupança em famílias com rendimentos elevados, que apresentam uma propensão marginal mais reduzida para gastar rendimentos ou riqueza, em comparação com as famílias com rendimentos baixos^{9,10}. Além disso, parte do aumento por motivos de precaução poderá ser difícil de reverter, visto que as famílias poderão esperar impostos mais elevados no futuro para lidar com os encargos significativamente acrescidos da dívida pública devido à pandemia. Esses efeitos poderão ser superiores em países com menor margem orçamental, maior

⁸ Ver a caixa intitulada "COVID-19 e o aumento da poupança das famílias: precaução ou necessidade?", por M. Dossche e S. Zlatanos, publicada no *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2020.

⁹ Ver "Special topic: Will consumers save the EU recovery? – Insights from the Commission's Consumer Survey" in "European Business Cycle Indicators", *European Commission Technical Papers*, n.º 047, Comissão Europeia, abril de 2021.

¹⁰ Ver, entre outras publicações, J. D. Fisher, D. S. Johnson, T. M. Smeeding e J. P. Thompson, "Estimating the marginal propensity to consume using the distributions of income, consumption, and wealth", *Journal of Macroeconomics*, vol. 65, 2020.

endividamento público e vulnerabilidades no setor empresarial, os quais estão associados a rendimentos e perspetivas de emprego menos favoráveis. Em vez de gastar o *stock* de poupança em excesso, as famílias poderão também continuar a mantê-lo sob a forma de depósitos, ou, alternativamente, investi-lo em outros ativos, tanto financeiros como não financeiros (tais como imóveis), ou reembolsar dívida. Por último, como a atual crise tem sido ditada sobretudo pela queda do consumo de serviços, a margem de liberação de procura latente poderá ser menos pronunciada, se bem que tal possa ser contrabalançado, em certo grau, por uma substituição por consumo de bens duradouros.

De um modo geral, o equilíbrio de fatores sugere uma margem limitada de reversão do *stock* de poupança em excesso acumulada através de uma utilização para fins de consumo, quando as medidas de distanciamento social forem levantadas. No entanto, a velocidade e a abrangência da pressuposta normalização do rácio de poupança estão sujeitas a uma incerteza considerável. Essa incerteza advém do facto de não existirem precedentes históricos para os elevados volumes de poupança acumulada, assim como da potencial mudança dos hábitos de consumo privado que esta crise pode gerar. Uma verificação cruzada dos resultados utilizando o modelo BCE-BASIR¹¹, que permite refletir as condições atuais ao captar explicitamente os mecanismos de interação entre a evolução da pandemia e a evolução macroeconómica, sugere uma redução mais rápida do rácio de poupança no curto prazo. Contudo, o modelo não aponta para uma grande reversão da poupança em excesso, indicando, ao invés, que o nível do rácio de poupança permanecerá acima da trajetória anterior à crise em 2022 e 2023 e só convergirá para a projeção de referência no final de 2023.

O investimento em habitação deverá regressar ao nível anterior à pandemia já no segundo trimestre de 2021. O investimento em habitação registou um aumento moderado no primeiro trimestre de 2021 e situou-se pouco abaixo do seu nível antes da pandemia. Em termos prospetivos, a esperada inflação dos preços da habitação superior aos custos da habitação, que induz efeitos positivos do “Q de Tobin”, e uma recuperação do rendimento disponível e da confiança dos consumidores deverão apoiar o investimento em habitação. Além disso, espera-se que parte da poupança em excesso acumulada seja utilizada para investimento em habitação. Após um arranque robusto, o investimento em habitação deverá prosseguir uma recuperação forte ao longo do resto de 2021, regressando depois gradualmente a taxas de crescimento mais moderadas no horizonte de projeção restante.

O investimento empresarial deverá permanecer resiliente e registar uma recuperação substancial em 2021, atingindo o nível anterior à crise no final do ano. O investimento empresarial apresentou uma melhoria significativa no segundo semestre de 2020, recuperando parcialmente do enfraquecimento no primeiro semestre do ano. É provável que a dinâmica tenha sido um pouco fraca no primeiro semestre de 2021, devido à fraqueza da atividade geral e à capacidade disponível. Espera-se uma retoma mais sólida no segundo semestre de 2021, com a recuperação da procura mundial e interna e a melhoria do crescimento dos lucros, o que também deverá ser apoiado pelas condições de financiamento favoráveis e pelo

¹¹ Ver E. Angelini, M. Damjanović, M. Darracq Pariès e S. Zimic, “ECB-BASIR: a primer on the macroeconomic implications of the COVID-19 pandemic”, *Série de Documentos de Trabalho do BCE*, n.º 2431, Frankfurt am Main, junho de 2020.

impacto positivo do NGEU no investimento empresarial. Porém, o aumento do endividamento bruto das sociedades não financeiras durante a pandemia deverá restringir o crescimento do investimento empresarial no horizonte de projeção, não obstante posições de caixa fortes, visto que as empresas precisam de sanear os seus balanços.

Caixa 3

Enquadramento internacional

A atividade económica mundial prosseguiu a sua recuperação após a viragem do ano, não obstante a intensificação da pandemia. Enquanto o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) no quarto trimestre de 2020 se revelou ligeiramente mais forte do que o esperado nas projeções de março de 2021, a economia mundial começou o presente ano numa posição mais fraca, devido a um ressurgimento de novas infeções, que levou os governos das economias avançadas a apertar as medidas de contenção em inícios de 2021. A situação pandémica agravou-se muito mais nas economias emergentes. Em contraste, o ritmo rápido da vacinação no Reino Unido e nos Estados Unidos ajudou a reduzir as mortes relacionadas com a COVID-19 nestes países, possibilitando uma maior flexibilização das medidas de contenção. Dados de inquéritos relativos a abril sinalizaram que a recuperação estava a ganhar um dinamismo significativo nas economias avançadas, com a produção no setor de serviços a superar a expansão sólida da indústria transformadora, indicando que a retoma estava a tornar-se mais generalizada e, por conseguinte, mais robusta.

O considerável estímulo orçamental aprovado pela Administração Biden, não incluído nas projeções de março de 2021, impulsionará a recuperação já em curso nos Estados Unidos, com algumas repercussões positivas para a economia mundial. O “Plano de Resgate Americano” (PRA), num total de 1,9 biliões de dólares dos Estados Unidos (8,9% do PIB), inclui uma renovação do subsídio de desemprego, a entrega de um cheque único adicional às famílias e um aumento da despesa estadual e local para financiar os esforços de saúde pública e a educação. Projeta-se que as medidas de apoio ao rendimento estimulem o consumo privado nos próximos trimestres. Entretanto, a Administração Biden anunciou mais dois planos, que também são contemplados nas projeções, apesar de o seu impacto na atividade económica ser mais limitado do que o do PRA.

Não obstante a revisão em alta nos Estados Unidos, as perspetivas de crescimento da economia mundial praticamente não mudaram em comparação com as projeções de março de 2021, ao passo que as projeções para o comércio mundial melhoraram um pouco. Projeta-se que o PIB mundial (excluindo a área do euro) aumente 6,2% em 2021, desacelerando depois para 4,2% e 3,7% em 2022 e 2023, respetivamente. Tal reflete uma interação de fatores, incluindo um agravamento da pandemia nas economias avançadas no início deste ano e, mais recentemente, nas economias emergentes¹², assim como o impacto macroeconómico do considerável estímulo orçamental nos Estados Unidos e a melhoria das perspetivas para outras economias avançadas, graças à rápida disponibilização de vacinas. Embora, na parte final de 2020,

¹² As perspetivas deste ano para as economias emergentes asiáticas deterioraram-se substancialmente, em comparação com as projeções de março de 2021, sobretudo devido a perspetivas mais fracas para a Índia, a Indonésia, a Malásia e as Filipinas, ao passo que as projeções para o PIB real da China permaneceram, em geral, inalteradas e as projeções para a Coreia do Sul foram revistas em alta.

a atividade mundial tenha ultrapassado o nível anterior à pandemia, projeta-se que, ao longo do horizonte de projeção, permaneça abaixo da trajetória indicada nas projeções de dezembro de 2019.

A melhoria das perspetivas para os principais parceiros comerciais levou a uma procura externa mais forte da área do euro. Segundo as projeções, esta aumentará 8,6% este ano e 5,2% e 3,4% no período de 2022 a 2023 – uma subida dos valores para os três anos, em comparação com as projeções de março de 2021. Estas revisões refletem, acima de tudo, uma procura por parte dos Estados Unidos e do Reino Unido mais forte do que o anteriormente projetado.

A projetada recuperação mundial face à crise pandémica mantém-se desigual. Nas economias avançadas fora da área do euro, espera-se que a recuperação prossiga com dinamismo, devendo a atividade atingir a trajetória projetada antes da pandemia no decurso do próximo ano, principalmente devido aos Estados Unidos. Na China, que foi atingida em primeiro lugar pela pandemia, mas recuperou mais rapidamente, graças a um forte apoio em termos de políticas, o PIB real regressou à sua trajetória anterior à crise já no final do ano passado. Em contraste, noutras economias emergentes, projeta-se que a recuperação seja lenta. A recente subida das infeções e eventuais atrasos na vacinação poderão aumentar ainda mais esta divergência.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Junho de 2021				Março de 2021			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	-2,4	6,2	4,2	3,7	-2,4	6,5	3,9	3,7
Comércio mundial (excluindo a área do euro)¹⁾	-8,5	10,8	4,9	3,7	-9,1	9,0	4,1	3,4
Procura externa da área do euro²⁾	-10,0	8,6	5,2	3,4	-10,8	8,3	4,4	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.

É esperado um considerável contributo positivo do comércio líquido em 2021, graças ao forte crescimento das exportações, ao passo que a aceleração das importações implicará um contributo, em geral, neutro posteriormente. Até à data em 2021, a dinâmica da pandemia pesou sobre as condições da procura interna, dificultando as importações, que se espera que registem um crescimento menor do que o das exportações este ano. O comércio da área do euro foi negativamente afetado no primeiro trimestre de 2021 pela incerteza acerca da persistência de recuos temporários relacionados com os novos termos de troca com o Reino Unido, estrangulamentos do setor logístico mundial e restrições da oferta – em especial, na indústria de semicondutores. O desvio positivo entre a indústria transformadora e o comércio de serviços deverá diminuir este ano, com os indicadores precoces a apontar para uma retoma gradual dos serviços de viagens no segundo trimestre. As quotas de mercado das exportações deverão concluir a sua recuperação no final de 2022 e estabilizar em torno dos valores anteriores à pandemia no médio prazo, continuando, porém, a ser um pouco reduzidas nos países mais dependentes de exportações de viagens. Por último, espera-se que o crescimento das importações seja mais forte do que o sugerido pela procura interna. Tal advém do elevado conteúdo importado das exportações, bem como das importações sólidas de serviços relacionados com o turismo em alguns países do norte da área do euro.

A taxa de desemprego deverá manter-se globalmente inalterada em 2021 e regressar ao seu nível antes da crise no final de 2023.

Uma contração do crescimento do emprego no primeiro trimestre de 2021, relacionada com o prolongamento das medidas de confinamento e a consequente diminuição da atividade, levou a um aumento do desemprego. Pressupõe-se que grande parte dos trabalhadores abrangidos por regimes de manutenção de postos de trabalho regresse ao emprego regular, beneficiando da forte recuperação após a pandemia. Consequentemente, a taxa de desemprego deverá permanecer bastante estável no resto de 2021 e diminuir gradualmente nos próximos dois anos, atingindo 7,3% no final de 2023.

Quanto ao crescimento da produtividade do trabalho por indivíduo empregado, projeta-se uma recuperação a partir do segundo trimestre de 2021.

A produtividade do trabalho por indivíduo voltou a diminuir no primeiro trimestre de 2021, devido a medidas de contenção mais rigorosas e ao associado recurso a regimes de manutenção de postos de trabalho. De acordo com as projeções, o crescimento da produtividade do trabalho por indivíduo recuperará no segundo trimestre de 2021, atingindo um máximo no terceiro trimestre, e, subsequentemente, registará uma moderação gradual.

Em comparação com as projeções de março de 2021, o crescimento real do PIB em 2021 e 2022 foi revisto em alta.

O crescimento no segundo semestre de 2021 foi objeto de uma revisão em sentido ascendente, em particular no que respeita ao terceiro trimestre. A revisão reflete a expectativa de uma flexibilização mais rápida das medidas de contenção com a aceleração dos progressos na vacinação, apoio orçamental suplementar e uma reavaliação do impacto da libertação da procura interna latente aquando da reabertura dos setores económicos. Estes fatores explicam a maior parte das revisões do crescimento anual em 2021 e, em particular, em 2022, sendo que, neste caso, a revisão resulta exclusivamente de efeitos de repercussão. O impacto dos pressupostos é, em geral, neutro, pois os efeitos positivos sobre o crescimento, apoiados pelos pressupostos mais fortes acerca da procura externa, são amplamente compensados pelo impacto negativo, para além do corrente ano, quer dos preços mais elevados do petróleo, quer da reversão de medidas de apoio orçamental adicionais, mas temporárias.

3 Perspetivas orçamentais

A política orçamental continua a atenuar o impacto macroeconómico da pandemia de COVID-19 em 2021 e a apoiar a recuperação.

Em 2020, avalia-se que o estímulo orçamental extraordinário em resposta à pandemia tenha ascendido a pouco mais de 4% do PIB. Com a continuação das restrições de confinamento em 2021, os governos prolongaram as medidas de emergência, tendo intensificado gradualmente as medidas vigentes e/ou adotado novas medidas de apoio. Estima-se que o estímulo discricionário relacionado com a crise corresponda a aproximadamente 4½% do PIB em 2021 (valor que é cerca de 1¼ pontos percentuais mais elevado do que o indicado nas projeções de março de 2021). 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 as despesas financiadas pelo NGEU¹³, deverão resultar num estímulo anual correspondente a cerca de 1½% do PIB em 2022 e 1¼% em 2023. A maior parte do apoio de emergência em 2021 consiste em despesas adicionais sob a forma de subsídios e transferências para empresas, nomeadamente no âmbito dos regimes de manutenção de postos de trabalho. As medidas classificadas como “consumo público” refletem sobretudo a maior despesa com a saúde, incluindo salários, associada às campanhas de vacinação. Do lado das receitas, as medidas prendem-se com cortes dos impostos diretos e indiretos¹⁴. O investimento público suplementar, embora limitado em 2020, representa uma quota mais elevada nos pacotes de estímulo a partir de 2021, principalmente devido às esperadas medidas financiadas pelo NGEU. Projeta-se que a orientação orçamental – corrigida do impacto de cerca de 0,6% do PIB, por ano, das subvenções ao abrigo do NGEU no lado das receitas¹⁵ – seja expansionista em 2021, mais restritiva em 2022 e se mantenha globalmente neutra em 2023.

De acordo com as projeções, o défice orçamental da área do euro diminuirá ligeiramente em 2021 e de forma mais substancial a partir de 2022, ao passo que a dívida da área do euro atingirá um máximo em 2021¹⁶.

A ligeira descida do défice orçamental em 2021 reflete a componente cíclica um pouco melhor e os menores pagamentos de juros, que mais do que compensam as medidas de estímulo adicionais não abrangidas por subvenções ao abrigo do NGEU, do lado das receitas. A melhoria considerável do saldo orçamental em 2022 resulta principalmente da

¹³ Pressupõe-se que o NGEU financie um estímulo aditivo correspondente a um pouco mais de 1,5% do PIB ao longo do horizonte de projeção (e despesas substitutivas equivalentes a 0,3% do PIB, ou seja, financiamento de planos já existentes). Este valor é 0,2 pontos percentuais do PIB mais elevado do que o considerado nas projeções de março de 2021 e baseia-se em informação atualizada extraída dos planos de recuperação e resiliência disponíveis, apresentados pelos governos na primavera deste ano.

¹⁴ Em termos de medidas com impacto direto na inflação, a redução geral temporária da taxa do IVA na Alemanha a partir de meados de 2020 foi revertida em janeiro de 2021. Não foram adotadas outras medidas fiscais significativas com impacto direto na inflação desde as projeções de março de 2021.

¹⁵ A orientação da política orçamental é medida como a variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Dado que as receitas orçamentais mais elevadas relacionadas com as subvenções ao abrigo do NGEU não têm um impacto (contracionista) na procura, são também objeto de correção da orientação orçamental.

¹⁶ Estes desenvolvimentos não incluem o défice e a dívida supranacionais europeus relacionados com transferências ao abrigo do NGEU.

reversão da maior parte das medidas de estímulo de emergência associadas à crise e de uma componente cíclica muito mais favorável. Em 2023, com uma orientação orçamental globalmente neutra e melhores condições cíclicas, projeta-se que o saldo orçamental agregado registe nova melhoria, situando-se em -2,6% do PIB. Projeta-se que os pagamentos de juros continuem a diminuir ao longo do horizonte de projeção, atingindo 1,1% do PIB em 2023. Segundo as projeções, a dívida da área do euro registará um máximo de 99% do PIB em 2021 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. Em comparação com as projeções de março de 2021, o défice orçamental e a dívida da área do euro foram revistos em alta, em especial no tocante a 2021, devido às medidas de estímulo suplementares. A revisão mais substancial da dívida pública em 2021 advém de efeitos de base de 2020, relacionados com um ajustamento défice-dívida mais elevado do que o projetado anteriormente, o que reflete, entre outros fatores, a reclassificação de algum apoio ao setor privado nas contas públicas de alguns países.

4 Preços e custos

De acordo com as projeções, a inflação medida pelo IHPC aumentará de forma significativa no decurso de 2021, voltará a descer no início de 2022 e manterá uma trajetória praticamente horizontal no resto do horizonte de projeção (gráfico 3).

Projeta-se que a inflação global se situe, em média, em 1,9% em 2021, atingindo um máximo de 2,6% no quarto trimestre, e desça para taxas de 1,5% e 1,4% em 2022 e 2023, respetivamente. O perfil em forma de “U” invertido da inflação global em 2021 reflete efeitos em sentido ascendente sobre a inflação decorrentes de fatores temporários, como a reversão da redução da taxa do IVA na Alemanha, a subida da taxa de inflação dos preços dos produtos energéticos, em resultado de fortes efeitos de base, e um aumento dos custos de produção associado a perturbações da oferta. A variação das ponderações implica alguma volatilidade no perfil da inflação em 2021, mas, em média ao longo do ano, espera-se que tenha apenas um impacto reduzido em sentido descendente na inflação medida pelo IHPC. Embora estes fatores temporários se desvançam no início de 2022, os desenvolvimentos compensatórios a nível das principais componentes do IHPC durante o horizonte de projeção implicam um perfil praticamente horizontal da inflação medida pelo IHPC, com um ligeiro aumento no decurso de 2023. Espera-se que a projetada recuperação económica e a diminuição da margem disponível na economia levem a uma subida gradual da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, passando esta de 1,1% em 2021 para 1,4% em 2023. Ainda que, em geral, permaneçam fracas, as pressões em sentido ascendente sobre os preços resultantes do aumento da procura deverão compensar a diminuição das pressões sobre os preços decorrentes de efeitos adversos do lado da oferta relacionados com a pandemia e as medidas de contenção da mesma ao longo do horizonte de projeção. Considera-se que o aumento das pressões internas sobre os custos seja o principal fator impulsionador da evolução subjacente mais forte dos preços no consumidor, devendo a evolução das pressões externas sobre os preços registar uma moderação no horizonte de projeção. Espera-se também que a inflação da componente de preços dos produtos alimentares do IHPC suba um pouco durante o horizonte de projeção. A subida moderada das pressões em sentido ascendente sobre a inflação global decorrentes destas duas componentes do IHPC é, de um modo geral, compensada em 2022 e 2023 pela esperada descida da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC relacionada com a inclinação descendente da curva de preços dos futuros do petróleo.

Os custos unitários do trabalho deverão contribuir para a intensificação das pressões internas sobre os custos ao longo do horizonte de projeção. Após os fortes aumentos dos custos unitários do trabalho em 2020, devido à queda acentuada da produtividade do trabalho, espera-se que a recuperação da produtividade do trabalho em 2021 reduza os custos unitários do trabalho, mas que estes recuperem e aumentem de forma gradual até 2023. Enquanto os movimentos abruptos da produtividade do trabalho dominaram a evolução dos custos unitários do trabalho no período da crise, o crescimento da remuneração por trabalhador também registou

grandes oscilações decorrentes do impacto dos regimes de manutenção de postos de trabalho. Esses regimes salvaguardaram o emprego, mas os trabalhadores abrangidos sofreram cortes salariais. Tal fez baixar a taxa de crescimento anual da remuneração por trabalhador em 2020 e deverá provocar uma subida subsequente em 2021. Com a recuperação gradual dos mercados de trabalho ao longo do horizonte de projeção e o desvanecimento do impacto dos referidos regimes, espera-se que a evolução da remuneração por trabalhador se normalize, devendo o crescimento anual situar-se em 2,4% em 2023.

Espera-se que as margens de lucro amortecem, em grande medida, as oscilações dos custos unitários do trabalho. As margens de lucro enfraqueceram em 2020, em consonância com a sua natureza pró-cíclica, mas mantiveram-se muito mais resilientes do que a queda da atividade implicaria normalmente, tendo sido estabilizadas pelos regimes de manutenção de postos de trabalho. As empresas da área do euro esforçam-se geralmente por manter os trabalhadores nas fases iniciais de um abrandamento económico, mesmo à custa de margens de lucro mais baixas. Esta pressão em sentido descendente sobre as margens de lucro foi atenuada pelos regimes de apoio estatal aos salários. De um modo geral, as margens de lucro deverão amortecer a evolução dos custos unitários do trabalho e ter um impacto ligeiramente positivo nas pressões inflacionistas em 2023.

Gráfico 3
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 elevada incerteza que envolve as projeções atuais. Em contrapartida, a fim de melhor ilustrar a incerteza atual, na secção 5, são apresentados cenários alternativos baseados em diferentes pressupostos relativos à evolução futura da pandemia de COVID-19, às medidas de contenção associadas e à dimensão das marcas deixadas na economia.

A dinâmica dos preços das importações deverá ser fortemente influenciada pelos movimentos dos preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas e refletir as pressões externas moderadas sobre os preços mais para o final do horizonte de projeção. Após uma taxa de variação fortemente negativa em 2020, espera-se que os preços das importações apresentem uma taxa positiva elevada em 2021 – refletindo sobretudo aumentos dos preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas, mas também subidas dos custos de produção

relacionadas com uma escassez de oferta – e que, posteriormente, a taxa registre uma moderação pronunciada até 2023. Além das descidas dos preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas, espera-se que a dinâmica dos preços mundiais em geral permaneça moderada ao longo do horizonte de projeção e contribua para as perspectivas moderadas das pressões externas sobre os preços.

Em comparação com as projeções de março de 2021, a projeção para a inflação medida pelo IHPC foi objeto de uma revisão em alta de 0,4 e 0,3 pontos percentuais, respectivamente no tocante a 2021 e 2022, e permanece inalterada para 2023. As três principais componentes do IHPC contribuem para as revisões em sentido ascendente da inflação global nos dois primeiros anos do horizonte de projeção. A inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares foi revista em alta para o conjunto do horizonte de projeção, devido à evolução mais positiva das medidas da margem disponível na economia do que a considerada nas projeções de março de 2021, bem como a alguns efeitos em sentido ascendente resultantes da subida das pressões inflacionistas a nível mundial e dos pressupostos mais elevados – sobretudo no que toca aos preços do petróleo. Estes pressupostos acerca dos preços do petróleo também têm em conta as recentes surpresas em sentido ascendente no que respeita à inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC e a visível revisão em alta da mesma – em particular nos dois primeiros anos do horizonte de projeção. Entretanto, uma ligeira surpresa em sentido ascendente – provavelmente relacionada com efeitos meteorológicos temporários – e a evolução dos preços das matérias-primas alimentares mais forte do que o pressuposto anteriormente explicam as perspectivas um pouco mais elevadas para a inflação da componente de preços dos produtos alimentares do IHPC, em comparação com as projeções de março de 2021.

Caixa 4

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 Eurosistema, visto 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).

Comparação de previsões recentes 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 Eurosistema¹⁾	Junho de 2021	-6,8	4,6	4,7	2,1	0,3	1,9	1,5	1,4
Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Maio de 2021	-6,7	4,3	4,4	-	0,3	1,8	1,3	-
Barómetro da Zona Euro	Maio de 2021	-6,6	4,3	4,4	1,9	0,3	1,7	1,4	1,5
Consensus Economics	Maio de 2021	-	4,2	4,3	2,2	-	1,7	1,3	1,5
Comissão Europeia	Maio de 2021	-6,6	4,3	4,4	-	0,3	1,7	1,3	-
Inquérito a analistas profissionais	Abril de 2021	-	4,2	4,1	1,9	-	1,6	1,3	1,5
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Abril de 2021	-6,6	4,4	3,8	1,9	0,3	1,4	1,2	1,4

Fontes: *Economic Outlook* n.º 109 da OCDE de maio de 2021; Barómetro da Zona Euro da MJEconomics, de 20 de maio de 2021, sendo os dados para 2023 retirados do inquérito de abril de 2021; previsões da Consensus Economics, de 13 de maio de 2021, sendo os dados para 2023 retirados do inquérito de abril de 2021; previsões económicas da primavera de 2021 da Comissão Europeia; inquérito do BCE a analistas profissionais relativo ao segundo trimestre de 2021, realizado entre 31 de março e 12 de abril; *World Economic Outlook* do FMI, de 6 de abril de 2021.

1) As projeções macroeconómicas dos especialistas 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. Os dados históricos 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 elevada incerteza 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 projeções de junho de 2021 são mais otimistas do que outras previsões para o crescimento e a inflação em 2021 e 2022 e estão globalmente em conformidade com as mesmas no que respeita a 2023. Em relação a outras instituições e previsões do setor privado, a variação do PIB real em 2022 face a 2019 é de entre 1,2% nas projeções do FMI e 1,7% nas da Comissão Europeia, ao passo que as projeções de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema estão consideravelmente acima desse intervalo, situando-se em 2,1%. No que respeita à inflação, as projeções de junho são mais elevadas tanto para 2021 como para 2022, devido sobretudo a uma inflação esperada mais alta nas componentes mais voláteis, enquanto para 2023 deverão estar em consonância com as projeções do FMI e ligeiramente abaixo de outras previsões.

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 dos seus efeitos na economia, dois cenários, que representam alternativas às projeções de referência de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, ilustram uma série de efeitos plausíveis da pandemia de COVID-19 sobre a economia da área do euro.

O cenário moderado prevê uma resolução da crise sanitária até ao final de 2021 e apenas perdas económicas temporárias, ao passo que o cenário grave pressupõe uma crise sanitária prolongada e perdas permanentes no produto potencial. Em comparação com a projeção de referência, o cenário moderado considera uma disponibilização mais rápida de vacinas, uma maior aceitação pública e uma maior eficácia das vacinas, também contra novas variantes do vírus. Tal permitiria uma flexibilização mais rápida das medidas de contenção e a sua descontinuação gradual até ao final de 2021¹⁷. Medidas mais eficazes tomadas pelas autoridades e pelos agentes económicos limitariam ainda mais os custos económicos das medidas de contenção, induzindo efeitos mais positivos sobre a confiança e uma retoma das viagens e do turismo mais cedo do que o previsto. Em contrapartida, o cenário grave considera um possível ressurgimento da pandemia nos próximos meses com o aparecimento de variantes do vírus mais infecciosas, o que implicaria também uma redução da eficácia das vacinas e a manutenção de algumas medidas de contenção até meados de 2023, atenuando a atividade¹⁸. Em comparação com a projeção de referência, o cenário grave contempla mais marcas deixadas na economia, amplificadas pelo aumento das insolvências e pela deterioração da qualidade creditícia dos mutuários, que afetam negativamente as perdas esperadas e os requisitos de fundos próprios das instituições de crédito e, por conseguinte, a oferta de crédito ao setor privado. 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. Narrativas em geral semelhantes estão subjacentes aos cenários para a economia mundial, com a procura externa da área do euro no final de 2023 a situar-se cerca de 12% acima do nível anterior à crise no cenário moderado e cerca de 2% acima no cenário grave, face a 9% na projeção de referência.

¹⁷ Na projeção de referência, pressupõe-se que ocorra uma total flexibilização das medidas de contenção no início de 2022

¹⁸ Atendendo à dificuldade de prever o momento de uma nova intensificação 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 junho de 2021											
	Cenário moderado				Projeção de referência				Cenário grave			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
PIB real	-6,8	6,2	5,5	2,2	-6,8	4,6	4,7	2,1	-6,8	2,9	2,3	2,2
Inflação medida pelo IHPC	0,3	1,9	1,7	1,7	0,3	1,9	1,5	1,4	0,3	1,8	1,2	1,1
Taxa de desemprego	7,8	7,9	7,1	6,6	7,8	8,2	7,9	7,4	7,8	8,4	9,0	8,7
	Projeções de março de 2021											
	Cenário moderado				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

Notas: Os dados históricos podem divergir das publicações mais recentes do Eurostat, devido à divulgação de dados após a data de fecho da informação para as projeções.

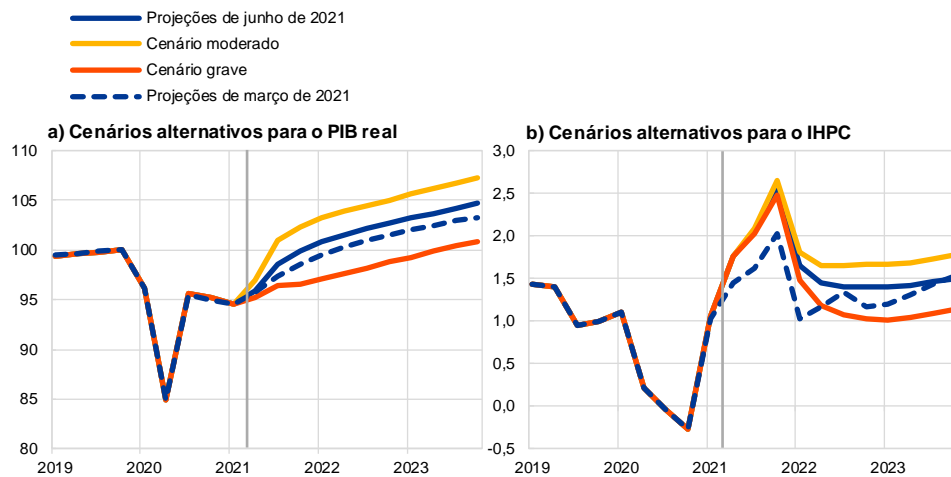
O PIB real recuperaria fortemente no cenário moderado, regressando ao seu nível anterior à crise já no terceiro trimestre de 2021, enquanto, no cenário grave, atingiria esse nível só em finais de 2023 (ver o gráfico 4). O cenário moderado sugere uma recuperação notavelmente mais forte no segundo e terceiro trimestres de 2021 (2,5% e 4,1%, respetivamente)¹⁹ e um novo fortalecimento da atividade económica durante o resto do ano, desencadeado pela pressuposta rápida disponibilização de vacinas, o que leva a efeitos adicionais sobre a confiança. Consequentemente, a atividade económica regressaria ao nível anterior à pandemia já no terceiro trimestre de 2021 e, em meados de 2022, estaria acima da trajetória indicada nas projeções de dezembro de 2019, elaboradas antes da crise. No cenário grave, a atividade económica expandir-se-ia de forma mais modesta no segundo e terceiro trimestres (0,6% e 1,3%, respetivamente), prosseguindo depois a sua recuperação moderada. O crescimento económico permanece fraco até ao início de 2022, devido a uma flexibilização apenas gradual das medidas de contenção, agravado por efeitos de aprendizagem limitados no futuro, pela continuação da incerteza e pelos mecanismos de amplificação financeira, sendo apenas parcialmente mitigado pelas medidas de apoio em termos de políticas. No cenário grave, projeta-se um crescimento ligeiramente superior à projeção de referência a partir do segundo semestre de 2022, tendo em conta o potencial de recuperação mais forte e uma adaptação bem-sucedida ao novo enquadramento. Tal ajuda a compensar todas as perdas do PIB real, em comparação com o nível anterior à crise, no final do horizonte de projeção.

¹⁹ Tal compara com um crescimento de 1,4% no segundo trimestre de 2021 e de 2,8% no terceiro trimestre na projeção de referência.

Gráfico 4

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

(volumes encadeados, T4 2019 = 100 (gráfico da esquerda); variação percentual homóloga (gráfico da direita))



Notas: Os dados para o PIB real são corrigidos de sazonalidade e de dias úteis. A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. Os dados históricos podem divergir das publicações mais recentes do Eurostat, devido à divulgação de dados após a data de fecho da informação para as projeções.

A inflação medida pelo IHPC recuperaria no curto prazo em ambos os cenários, com mais variação 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, o estrangulamento da oferta e o impacto da alteração da redução temporária do IVA na Alemanha) serem também aplicáveis nos cenários alternativos. A médio prazo, considera-se que a margem disponível na economia será mais elevada no cenário grave do que no cenário moderado. Como resultado, a inflação situar-se-ia em 2023 em 1,7% no cenário moderado, face a 1,1% no cenário grave.

Os mercados de trabalho recuperariam rapidamente no cenário moderado, dado pressupor-se que as políticas são, em grande medida, bem-sucedidas na prevenção de efeitos de histerese, sendo estes apenas parcialmente contidos no cenário grave.

No cenário moderado, a taxa de desemprego atinge um máximo em 2021 e reverte para o seu nível anterior à crise em meados de 2022. Em contrapartida, no cenário grave, a taxa de desemprego não regressa ao nível anterior à crise durante o horizonte de projeção e mantém-se significativamente elevada, refletindo necessidades mais elevadas de reafetação entre setores. Tal destaca os riscos em sentido ascendente para o desemprego relacionados com possíveis falências e vulnerabilidades de empresas, bem como potenciais efeitos de histerese.

Caixa 5

Análise de sensibilidade

As projeções assentam fortemente em pressupostos técnicos acerca da evolução de determinadas variáveis fundamentais. Como 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 por barril do petróleo bruto Brent a descerem cerca de 5,9% ao longo do 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 18 de maio de 2021, a data de fecho da informação para os pressupostos técnicos. Esta trajetória comporta uma diminuição gradual do preço do petróleo para 44,7 dólares por barril em 2023, valor que é 27,8% 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, 0,6 pontos percentuais em 2022 e 0,3 pontos percentuais em 2023. A segunda trajetória foi calculada a partir do percentil 75 da mesma distribuição e implica um aumento dos preços do petróleo para 80,4 dólares dos Estados Unidos por barril em 2023, valor que é 29,8% superior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. Esta trajetória implicaria que a inflação medida pelo IHPC seria mais elevada 0,1 pontos percentuais em 2021, 0,5 pontos percentuais em 2022 e 0,4 pontos percentuais em 2023, enquanto o crescimento real do PIB seria ligeiramente inferior (descendo 0,1 pontos percentuais em 2022 e 2023).

© Banco Central Europeu, 2021

Endereço postal 60640 Frankfurt am Main, Alemanha
Telefone +49 69 1344 0
Sítio Web www.ecb.europa.eu

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

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

HTML ISSN 2529-4792, QB-CF-21-001-PT-Q