



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

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

Março 2019



Índice

Síntese		2
1	Economia real	3
	Caixa 1 Pressupostos técnicos sobre taxas de juro, taxas de câmbio e preços das matérias-primas	7
	Caixa 2 Enquadramento internacional	9
2	Preços e custos	13
3	Perspetivas orçamentais	16
	Caixa 3 Análises de sensibilidade	16
	Caixa 4 Previsões elaboradas por outras instituições	17

Síntese

O crescimento real do produto interno bruto (PIB) permaneceu inesperadamente lento no quarto trimestre de 2018 e indicadores recentes apontam para uma atividade substancialmente mais fraca do que o antes esperado, também no primeiro semestre de 2019. Embora seja provável que alguns fatores temporários tenham contribuído para o abrandamento da atividade na parte final de 2018, o agravamento generalizado dos indicadores do sentimento económico nos vários países e setores nos últimos meses sugere que os fatores adversos mais persistentes também desempenharam um papel e que o dinamismo cíclico subjacente é um pouco mais fraco do que o anteriormente estimado. A mais curto prazo, é provável que uma combinação de incertezas a nível mundial (como as ameaças de um aumento das medidas protecionistas e a possibilidade de um Brexit desordenado) e fatores internos desfavoráveis em alguns países da área do euro continuem a pesar sobre a atividade na área do euro. Posteriormente, a projeção de referência parte do pressuposto de que estes fatores adversos a nível interno e mundial desaparecerão de forma gradual e de que os fatores fundamentais a apoiar a expansão da área do euro irão, em geral, manter-se. Estes fatores incluem, em especial, a orientação muito acomodaticia da política monetária, a subida dos salários, uma recuperação da procura externa e alguma redução da restritividade orçamental. Como se espera que estes fatores favoráveis prevaleçam progressivamente, projeta-se que o crescimento real do PIB suba de 1,1% em 2019 para 1,6% em 2020 e 1,5% em 2021. Em comparação com as projeções de dezembro de 2018, o crescimento real do PIB para 2019 foi objeto de uma revisão em baixa de 0,6 pontos percentuais. Quanto à inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), espera-se que continue a descer no decurso de 2019 e que suba durante o resto do horizonte de projeção, situando-se em 1,6% em 2021. A descida da inflação medida pelo IHPC em 2019 deve-se a uma queda acentuada da inflação na componente de produtos energéticos do IHPC, refletindo a recente quebra dos preços do petróleo. Segundo as projeções, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares aumentará de modo gradual ao longo do horizonte de projeção, espelhando o fortalecimento continuado, se bem que mais moderado, da atividade económica e a maior restritividade dos mercados de trabalho. Comparativamente às projeções de dezembro de 2018, a inflação medida pelo IHPC foi revista em baixa no conjunto do horizonte de projeção, refletindo sobretudo os resultados recentes mais fracos, as perspetivas de crescimento económico mais moderadas e uma revisão em sentido descendente dos pressupostos relativos aos preços do petróleo¹.

¹ A data de fecho relativa a pressupostos técnicos, como os preços do petróleo e as taxas de câmbio, foi 12 de fevereiro de 2019 (ver a caixa 1). A data de fecho de outra informação incluída neste exercício foi 21 de fevereiro de 2019.

O exercício de projeção macroeconómica atual abrange o período de 2018 a 2021. Projeções com um horizonte tão alargado estão sujeitas a uma incerteza muito elevada, facto que é necessário ter em conta na sua interpretação. Ver o artigo dedicado a uma avaliação das projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema (*An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections*), publicado na edição de maio de 2013 (não disponível em língua portuguesa) do *Boletim Mensal do BCE*.

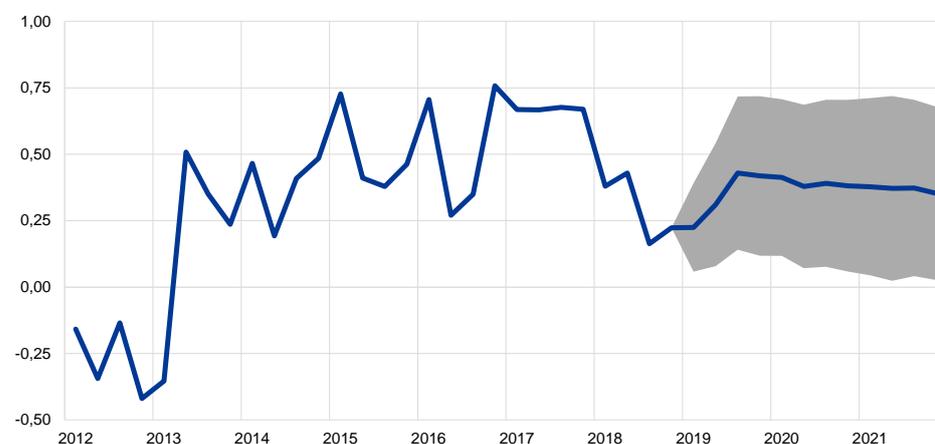
Para uma versão acessível dos dados subjacentes aos quadros e gráficos selecionados, consultar <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> (página disponível apenas em língua inglesa).

1 Economia real

O crescimento enfraqueceu, em particular, no segundo semestre de 2018 e exibiu uma divergência acrescida entre os países de maior dimensão da área do euro (ver o gráfico 1). O abrandamento do crescimento real do PIB, de taxas trimestrais de 0,4% no primeiro semestre de 2018 para 0,2% no segundo semestre, está em parte relacionado com fatores específicos que afetaram a atividade. Entre os países de maior dimensão da área do euro, este foi o caso, em especial, na Alemanha e na Itália, que registaram descidas substanciais das taxas de crescimento do PIB (as quais passaram de valores trimestrais de 0,4% no primeiro semestre de 2018 a uma estagnação no segundo semestre do ano na Alemanha, e de 0,2% a taxas negativas nos mesmos períodos em Itália). Na Alemanha, o abrandamento acentuado no segundo semestre de 2018 esteve parcialmente relacionado com perturbações na indústria automóvel, as quais demonstraram ser mais persistentes do que o previamente esperado, mas refletiu também a maior fraqueza dos diferentes setores. Em Itália, a incerteza, a volatilidade dos mercados financeiros e a deterioração da confiança das empresas teve um impacto adverso cada vez maior na atividade económica. Em França e em Espanha, o crescimento trimestral do PIB no segundo semestre de 2018 ultrapassou ligeiramente o ritmo registado no primeiro semestre do ano.

Gráfico 1
PIB real da área do euro

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



Notas: Os intervalos em torno das principais projeções têm por base as diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excecionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema e do BCE (*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*), publicado em dezembro de 2009 e disponível (apenas em língua inglesa) no sítio do BCE (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf>).

Com raras exceções, os recentes indicadores do sentimento económico registaram, em geral, um agravamento, refletindo incertezas a nível interno e mundial, assim como um enfraquecimento do dinamismo cíclico subjacente mais cedo do que o esperado. O Indicador de Sentimento Económico compilado pela Comissão Europeia continuou a descer nos últimos meses, sendo a sua descida generalizada nos vários setores e países da área do euro. Apesar de permanecerem

acima das médias históricas, os índices industrial, de serviços e de confiança dos consumidores incluídos no indicador da Comissão diminuiram para níveis antes observados em finais de 2016. Os Índices de Gestores de Compras também continuaram a descer nos últimos meses, face ao agravamento da avaliação relativa a novas encomendas de exportações e inventários de existências. As surpresas generalizadas em sentido descendente nas publicações de dados económicos poderão espelhar um impacto mais forte do que o esperado das incertezas a nível mundial – relacionadas, em particular, com disputas no comércio mundial e com o Brexit – assim como o efeito das referidas incertezas em Itália e as possíveis repercussões adversas dos protestos em França. Podem também sugerir que o dinamismo cíclico subjacente enfraqueceu mais cedo do que o esperado previamente, atestando a crescente maturidade da posição cíclica da economia da área do euro. Estes fatores refletem-se nas revisões em baixa do crescimento real do PIB nos próximos trimestres.

No médio prazo, a projeção de referência assenta no pressuposto de uma dissipação gradual dos fatores adversos a nível interno e mundial, permitindo aos fatores fundamentais que apoiam a expansão da área do euro ganhar força (ver o quadro 1). Mais especificamente, a projeção de referência pressupõe que não ocorrerá uma saída desordenada do Reino Unido da União Europeia e que o atual grau de incerteza em relação ao comércio mundial e às políticas internas de alguns países da área do euro se normalizará de forma gradual. O desvanecimento destes fatores adversos negativos dará lugar a uma série de fatores fundamentais favoráveis. Espera-se que a orientação da política monetária do BCE permaneça muito acomodatória e continue a ser transmitida à economia. A disponibilização de crédito ao setor privado deverá manter-se resiliente, impulsionada pelas taxas de juro baixas e pelas condições de financiamento bancário favoráveis tanto para as famílias como para as sociedades não financeiras. O crescimento do consumo privado e do investimento residencial deverá também beneficiar da subida dos salários e do património líquido, bem como da descida do desemprego. Ao mesmo tempo, o investimento empresarial continuará a expandir-se, perante um contexto de lucros crescentes, elevada utilização da capacidade produtiva e provável investimento na economia de trabalho face à cada vez maior escassez de mão de obra. Espera-se que as exportações da área do euro beneficiem da projetada retoma da procura externa da área do euro e de alguns ganhos de competitividade. Por último, a orientação orçamental deverá passar de uma posição globalmente neutra em 2018 para uma de menor restringibilidade ao longo de todo o horizonte de projeção (ver a secção 3).

Quadro 1:
Projeções macroeconómicas para a área do euro

(variação anual, em percentagem)

	Março de 2019				Dezembro de 2018			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
PIB real	1,9	1,1	1,6	1,5	1,9	1,7	1,7	1,5
		[0,7 – 1,5] ¹⁾	[0,7 – 2,5] ¹⁾	[0,5 – 2,5] ¹⁾	[1,8 – 2,0] ¹⁾	[1,1 – 2,3] ¹⁾	[0,8 – 2,6] ¹⁾	[0,5 – 2,5] ¹⁾
Consumo privado	1,3	1,3	1,6	1,4	1,4	1,7	1,6	1,4
Consumo público	1,1	1,7	1,6	1,4	1,1	1,6	1,4	1,4
Formação bruta de capital fixo	3,3	2,1	2,4	2,0	3,5	3,3	2,6	2,1
Exportações²⁾	2,8	2,8	3,6	3,2	2,8	3,5	3,8	3,4
Importações²⁾	2,7	3,7	4,1	3,5	2,7	4,2	4,2	3,6
Emprego	1,4	0,7	0,6	0,6	1,4	0,9	0,8	0,6
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	8,2	7,9	7,7	7,5	8,2	7,8	7,5	7,1
IHPC	1,7	1,2	1,5	1,6	1,8	1,6	1,7	1,8
		[0,9 – 1,5] ¹⁾	[0,8 – 2,2] ¹⁾	[0,8 – 2,4] ¹⁾	[1,8 – 1,8] ¹⁾	[1,1 – 2,1] ¹⁾	[0,9 – 2,5] ¹⁾	[0,9 – 2,7] ¹⁾
IHPC excluindo produtos energéticos	1,2	1,4	1,6	1,6	1,3	1,5	1,7	1,8
IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares	1,0	1,2	1,4	1,6	1,0	1,4	1,6	1,8
IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos³⁾	1,0	1,2	1,4	1,6	1,0	1,4	1,6	1,8
Custos unitários do trabalho	1,8	1,7	1,4	1,6	1,7	1,3	1,6	1,8
Remuneração por trabalhador	2,2	2,1	2,4	2,6	2,2	2,1	2,5	2,7
Produtividade do trabalho	0,4	0,4	1,0	0,9	0,5	0,8	0,9	0,9
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-0,5	-1,0	-1,0	-1,1	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB)⁴⁾	-0,4	-0,8	-1,0	-1,2	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	85,0	83,8	82,3	81,1	84,9	83,0	80,9	79,0
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	3,0	2,4	2,3	2,2	3,0	2,7	2,6	2,5

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

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

2) Incluindo comércio intra-área do euro.

3) O subíndice tem por base estimativas do impacto efetivo dos impostos indiretos. Tal poderá diferir dos dados do Eurostat, que assentam no pressuposto de uma transmissão integral e imediata dos efeitos fiscais ao IHPC.

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

Não obstante, o desvanecimento de alguns fatores desfavoráveis travará a recuperação do crescimento económico na segunda metade do horizonte de projeção. Os pressupostos técnicos implicam que as condições de financiamento passarão gradualmente a ser menos favoráveis, apesar de continuarem a apoiar o crescimento. Além disso, após diversos anos de crescimento robusto, espera-se que a taxa de crescimento do emprego seja um pouco mais baixa no médio prazo, refletindo sobretudo o impacto cada vez maior da escassez de oferta de mão de obra em alguns países.

O rendimento disponível real deverá manter o seu dinamismo robusto em 2019 e 2020, antes de enfraquecer em 2021. Tal espelha a evolução compensatória do crescimento do rendimento disponível nominal e da inflação dos preços no consumidor em 2019 e 2020, com o enfraquecimento do crescimento do rendimento disponível nominal e a inflação ligeiramente mais elevada a atenuarem o crescimento do rendimento disponível real em 2021. Projeta-se que o contributo dos salários e vencimentos brutos para o crescimento do rendimento disponível nominal registre uma ligeira descida em 2019 (devido ao impacto do crescimento mais fraco do emprego) e permaneça, em geral, inalterado posteriormente (visto que o esperado aumento do crescimento dos salários nominais compensa um novo abrandamento do crescimento do emprego). Os rendimentos não relacionados com o trabalho apresentaram uma descida no segundo semestre de 2018 e projeta-se que recuperem de forma gradual ao longo do horizonte de projeção, no geral em consonância com os lucros. O contributo das transferências orçamentais líquidas deverá passar a ser positivo em 2019, pela primeira vez desde 2010, refletindo uma mistura de cortes na tributação direta e transferências crescentes para as famílias, e deverá tornar-se globalmente neutro em 2020 e 2021.

De acordo com as projeções, o consumo privado registará uma recuperação no curto prazo, mas é provável que as incertezas em alguns países pesem sobre o seu dinamismo. No decurso de 2018, o consumo privado desacelerou. Em termos prospetivos, a confiança ainda relativamente favorável dos consumidores, as esperadas novas melhorias das condições no mercado de trabalho e a subida dos salários reais por trabalhador sugerem um crescimento mais forte do consumo nos próximos trimestres, intensificado por um efeito positivo da menor restritividade orçamental em certos países. Paralelamente, parte-se do pressuposto de que um persistente impacto adverso das incertezas internas em alguns países da área do euro condicione o consumo privado nos próximos trimestres.

O crescimento do consumo privado deverá ser apoiado no médio prazo por condições de financiamento favoráveis e por um património líquido crescente. Projeta-se que as taxas ativas bancárias aumentem de forma moderada ao longo do horizonte de projeção. Contudo, espera-se que o impacto da subida das taxas ativas bancárias nos pagamentos de juros brutos seja limitado, devido ao prazo de vencimento longo da dívida das famílias e à percentagem relativamente baixa de dívida de taxa variável no balanço das famílias. Por conseguinte, não obstante a subida das taxas de juro ativas, os pagamentos de juros brutos deverão permanecer em níveis baixos e, portanto, continuar a apoiar o consumo privado. Além disso, projeta-se que o património líquido aumente cerca de 2,5% em termos reais, todos os anos ao longo do período de

2019 a 2021, impulsionado pela robustez continuada dos ganhos de valorização em imobiliário, que explica mais de metade do aumento projetado. A subida do património líquido real deverá apoiar o consumo, ainda que o endividamento bruto das famílias se mantenha nos níveis prevalecentes antes da crise financeira mundial.

Caixa 1

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

Em comparação com as projeções de dezembro de 2018, os pressupostos técnicos incluem preços do petróleo mais baixos, uma taxa de câmbio efetiva do euro mais fraca e taxas de juro mais reduzidas. 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 12 de fevereiro de 2019. As taxas de curto prazo referem-se à EURIBOR a três meses, sendo as expectativas do mercado determinadas a partir das taxas dos contratos de futuros. Seguindo esta metodologia, obtém-se para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de -0,3% em 2019, de -0,2% em 2020 e de 0,0% em 2021. As expectativas do mercado quanto às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos na área do euro implicam um nível médio de 1,0% em 2019, 1,3% em 2020 e 1,5% em 2021². Comparativamente às projeções de dezembro de 2018, as expectativas do mercado em relação às taxas de juro de curto prazo foram objeto de uma revisão em baixa de 2 pontos base para 2019, 17 pontos base para 2020 e 31 pontos base para 2021, ao passo que as taxas de juro de longo prazo foram revistas em baixa em cerca de 40 pontos base para o conjunto do horizonte de projeção.

No que respeita aos preços das matérias-primas, com base na trajetória implícita nos mercados de futuros e considerando a média da quinzena finda na data de fecho da informação de 12 de fevereiro de 2019, o pressuposto é de que o preço do barril de petróleo bruto Brent diminua de USD 71,1 em 2018 para USD 61,7 em 2019 e que desça mais ainda para USD 60,6 em 2021. Esta trajetória implica que, em comparação com as projeções de dezembro de 2018, os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos são mais baixos 8,6% em 2019, 8,2% em 2020 e 8,0% em 2021. Em relação aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que recuperem ao longo do horizonte de projeção³.

Relativamente às taxas de câmbio bilaterais, parte-se do pressuposto de que, ao longo do horizonte de projeção, permanecerão inalteradas nos níveis médios prevalecentes no período de duas semanas findo em 12 de fevereiro de 2019, a data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio média de USD 1,14 por euro no período de 2019 a 2021, permanecendo esta globalmente inalterada face às projeções de dezembro de 2018. A taxa de câmbio efetiva do euro (face a 38 parceiros comerciais) é 0,9% mais fraca do que o pressuposto nas projeções de dezembro de 2018.

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.

³ Os pressupostos referentes aos preços do petróleo e das matérias-primas alimentares baseiam-se nos preços dos futuros até ao final do horizonte de projeção. No tocante aos preços de outras matérias-primas não energéticas e não alimentares, pressupõe-se que sigam os futuros até ao primeiro trimestre de 2020, evoluindo subsequentemente em consonância com a atividade económica mundial.

Pressupostos técnicos

	Março de 2019				Dezembro de 2018			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,3
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	1,1	1,0	1,3	1,5	1,1	1,4	1,7	1,9
Preço do petróleo (USD/barril)	71,1	61,7	61,3	60,6	71,8	67,5	66,8	65,9
Preços das matérias-primas não energéticas, em dólares dos Estados Unidos (variação anual, em percentagem)	3,9	1,2	4,3	4,3	3,0	-1,4	4,4	4,3
Taxa de câmbio USD/EUR	1,18	1,14	1,14	1,14	1,18	1,14	1,14	1,14
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE38) (variação anual, em percentagem)	5,2	-0,9	0,0	0,0	5,2	0,0	0,0	0,0

A expansão do investimento residencial deverá prosseguir, ainda que a um ritmo mais moderado. A confiança no setor da construção e o número crescente de licenças de construção emitidas apontam para uma continuação da expansão do investimento em habitação nos próximos trimestres. Todavia, espera-se que o ritmo desta expansão abrande. Este enfraquecimento é também indicado por inquéritos que revelam uma diminuição da percentagem de famílias que planeia proceder a obras de beneficiação na habitação durante o próximo ano. Tal moderação poderá surgir, em parte por se considerar que as condições de financiamento passarão a ser ligeiramente mais restritivas, mas também em resultado do crescente impacto das restrições em termos de capacidade produtiva no setor da construção e das tendências demográficas adversas em alguns países.

O investimento empresarial deverá continuar a recuperar no decurso do horizonte de projeção, embora a um ritmo bastante fraco. No segundo semestre de 2018, estima-se que o investimento empresarial tenha perdido algum dinamismo. Numa análise prospetiva, espera-se que permaneça relativamente fraco em 2019, atendendo a que as persistentes preocupações com as políticas de comércio mundial, com um Brexit sem acordo de saída e com uma “aterragem dura” da China parecem estar cada vez mais a afetar negativamente a confiança das empresas nos vários países. Em geral, espera-se, porém, que diversos fatores fundamentais favoráveis continuem a apoiar o investimento empresarial na área do euro: a utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora mantém-se acima da sua média de longo prazo e uma grande percentagem de empresas do setor reporta a falta de equipamento como um fator que limita a produção; as condições de financiamento deverão continuar a ser favoráveis, não obstante o aumento gradual da restritividade ao longo do horizonte de projeção; os lucros deverão subir, o que aumentará ainda mais o considerável excedente de ativos líquidos acumulado pelas empresas nos recentes anos; e as empresas poderão aumentar o investimento como forma de compensar as restrições do lado da oferta relacionadas com a mão de obra.

Caixa 2

Enquadramento internacional

Após o pico registado no segundo semestre de 2017, o dinamismo do crescimento mundial continuou a apresentar uma moderação. A atividade económica nas economias avançadas desacelerou no terceiro trimestre de 2018, ligeiramente mais do que o esperado nas projeções de dezembro de 2018, devido ao desempenho mais fraco de algumas economias europeias não pertencentes à área do euro e a uma contração um pouco mais profunda no Japão. O crescimento nas economias emergentes apresentou-se estável, globalmente em consonância com as projeções de dezembro de 2018. A evidência fornecida por inquéritos sugere que o crescimento mundial diminuiu no quarto trimestre de 2018 e enfraqueceu ainda mais em princípios de 2019.

A atividade na indústria transformadora a nível mundial registou novo abrandamento perante a maturação do ciclo económico em economias avançadas importantes. Além disso, o ritmo desse abrandamento foi intensificado pelas crescentes incertezas que pesam sobre a economia mundial, tais como o recrudescimento do diferendo comercial entre os Estados Unidos e a China, as tensões financeiras nas economias emergentes durante os meses de verão e, mais recentemente, os sinais de um crescimento mais lento na China, com repercussões em outras economias asiáticas. O abrandamento da atividade na indústria transformadora a nível mundial também afetou o comércio mundial.

Projeta-se que o crescimento mundial diminua ligeiramente este ano face aos crescentes fatores adversos. Estes incluem o nível mais fraco da atividade na indústria transformadora e do comércio a nível mundial, num contexto de incerteza política e em termos de políticas elevada e cada vez maior. Embora o estímulo orçamental pró-cíclico considerável nos Estados Unidos, incluindo impostos mais baixos e despesas públicas mais elevadas, continue a impulsionar o crescimento nos Estados Unidos e a nível mundial este ano, é provável que o encerramento parcial da administração federal – o mais longo de sempre registado no país – tenha afetado a atividade nos Estados Unidos, podendo as futuras discussões sobre o limite da dívida pública minar ainda mais a confiança dos consumidores do país. Na China, projeta-se que o abrandamento da procura interna persista no primeiro semestre deste ano, visto esperar-se que as políticas de apoio anunciadas recentemente demorem algum tempo a ser concretizadas. Ao mesmo tempo, espera-se que os preços do petróleo mais baixos apoiem o crescimento nos países importadores de petróleo, condicionando, porém, a atividade nos países exportadores de petróleo.

Numa análise mais prospetiva, projeta-se que o crescimento mundial aumente um pouco no médio prazo. Tal reflete três fatores importantes que determinam a trajetória do crescimento mundial ao longo do horizonte de projeção. Primeiro, o dinamismo cíclico nas economias avançadas abrandará com o aumento do impacto das restrições da capacidade produtiva e a diminuição gradual do apoio em termos de políticas, face a desvios do produto positivos e taxas de desemprego baixas entre as principais economias avançadas. Nos Estados Unidos, o impulso dado ao crescimento pelas medidas de estímulo orçamental atingirá o seu valor máximo em 2019 e é provável que o Comité de Operações de Mercado Aberto do Sistema de Reserva Federal avance com a normalização progressiva da política monetária, embora com maior cautela. Segundo, espera-se que, na China, prossiga a transição ordenada para uma trajetória de crescimento mais baixo, menos dependente do investimento e das exportações. Por último, o crescimento deverá registar uma recuperação em várias economias emergentes que enfrentam atualmente, ou atravessaram recentemente, recessões profundas. Tal é aplicável em especial, mas não exclusivamente, à Argentina, ao Brasil e à Turquia. Neste aspeto, as projeções partem do pressuposto de que a intensificação, no ano passado, das tensões comerciais

entre os Estados Unidos e a China afetam principalmente a atividade nos dois países. De um modo geral, o ritmo da expansão mundial estabilizará em taxas inferiores aos níveis anteriores à crise e em conformidade com o crescimento mundial potencial. Projeta-se que o crescimento mundial (excluindo a área do euro) desça para 3,5% este ano, face a 3,7% em 2018, e que aumente ligeiramente para 3,6% no período de 2020 a 2021. Em comparação com as projeções de dezembro de 2018, as projeções para o crescimento mundial permanecem praticamente inalteradas.

Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Março de 2019				Dezembro de 2018			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3,7	3,5	3,6	3,6	3,8	3,5	3,6	3,6
Comércio mundial (excluindo a área do euro)¹⁾	4,9	2,4	3,4	3,6	5,1	3,5	3,6	3,6
Procura externa da área do euro²⁾	4,0	2,2	3,3	3,4	4,3	3,1	3,5	3,4

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

A desaceleração da atividade industrial mundial, as tensões comerciais acrescidas e um ciclo tecnológico mais fraco na Ásia deverão pesar sobre o comércio mundial no presente ano, implicando um abrandamento mais pronunciado do comércio mundial do que da atividade.

Numa análise prospetiva, as projeções para o comércio mundial encontram-se ancoradas na visão de que as importações mundiais crescerão globalmente em consonância com a atividade. A procura externa da área do euro, que registou uma expansão de 4% em 2018, deverá abrandar de modo significativo, descendo para 2,2% em 2019, antes de aumentar para 3,3% e 3,4% em 2020 e 2021, respetivamente. Em comparação com o exercício de projeção de dezembro de 2018, a procura externa da área do euro foi revista em baixa, em particular no que respeita a 2019 e, em menor grau, no que toca a 2020, em grande medida refletindo os dados decepcionantes em finais de 2018 e a projetada procura de importações mais fraca por parte da China, do resto das economias emergentes da Ásia e das economias europeias não pertencentes à área do euro.

De acordo com as projeções, as exportações extra-área do euro apresentarão um crescimento ligeiramente mais rápido do que o da procura externa no curto prazo e, posteriormente, um crescimento consentâneo.

Após uma descida no primeiro trimestre de 2018, estima-se que as exportações extra-área do euro tenham registado uma recuperação gradual no segundo e terceiro trimestres, ultrapassando a procura interna no quarto trimestre. Os resultantes ganhos de quota de mercado no quarto trimestre refletem, em parte, fatores específicos dos países. Com o desvanecimento destes fatores e como a procura externa permanece bastante lenta no decurso de 2019, espera-se que o crescimento das exportações extra-área do euro continue a ser fraco no curto prazo, embora ainda apresente um crescimento um pouco mais rápido do que a procura externa em 2019, implicando pequenos ganhos de quota de mercado. A força relativa das exportações extra-área do euro em relação à procura externa no curto prazo reflete a melhoria da competitividade de preços nos países da área do euro, intensificada pelo prosseguimento da normalização das exportações de automóveis. No médio prazo, as exportações extra-área do euro deverão exibir um crescimento em conformidade com a procura externa (ver a caixa 2). Estima-se que as importações

extra-área do euro tenham abrandado para um ritmo inferior ao das exportações no quarto trimestre de 2018, indicando um contributo positivo do comércio líquido para o crescimento real do PIB. Em termos prospetivos, espera-se que as importações extra-área do euro apresentem um crescimento globalmente em consonância com a procura total (procura interna mais exportações). Como se projeta que as importações aumentem um pouco mais rápido do que as exportações, projeta-se que o contributo do comércio líquido para o crescimento económico passe a ser ligeiramente negativo em 2019 e seja, em geral, neutro ao longo do resto do horizonte de projeção.

Segundo as projeções, o crescimento do emprego diminuirá, devido ao enfraquecimento da atividade e ao impacto crescente da escassez de mão de obra em alguns países. Inquéritos de caráter prospetivo apontam para um crescimento modesto do emprego no curto prazo. Espera-se que o crescimento do emprego seja atenuado no curto prazo, principalmente pelo abrandamento acentuado da atividade. No médio prazo, é provável que o crescimento do emprego permaneça fraco, visto que se espera que a oferta de trabalho restrinja ainda mais o crescimento do emprego em alguns países, e projeta-se que a procura de trabalho observe uma moderação em conformidade com o abrandamento da atividade.

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

Relativamente à taxa de desemprego, espera-se que diminua para 7,5% em 2021. Esta situou-se em 7,9% no quarto trimestre de 2018, o nível mais baixo observado desde o terceiro trimestre de 2008. Numa análise prospetiva, projeta-se que o número de desempregados diminua cerca de 0,9 milhões e se situe em 12,9 milhões no final do horizonte de projeção, continuando ainda a ser um pouco superior ao valor mínimo pré-crise. Apesar de se esperar uma descida da taxa de desemprego em quase todos os países da área do euro ao longo do horizonte de projeção, os níveis específicos dos países deverão ainda apresentar diferenças substanciais.

Projeta-se uma retoma da produtividade do trabalho durante o horizonte de projeção. Na sequência de um dinamismo forte em 2017, a produtividade do trabalho por trabalhador diminuiu ligeiramente em termos trimestrais em cadeia no decurso de 2018, refletindo o enfraquecimento inesperado da atividade e alguma acumulação de mão de obra em resposta à sua escassez. Mais para o final de 2019, espera-se uma aceleração moderada do crescimento da produtividade em termos trimestrais em cadeia, à medida que a atividade readquirir dinamismo. Além disso, a produtividade do trabalho deverá aumentar a um ritmo próximo da sua taxa média de 1,0% anterior à

crise⁴, apoiada por um aumento do número de horas trabalhadas por indivíduo empregado e alguns ganhos de produtividade total dos fatores.

Em comparação com as projeções de dezembro de 2018, o crescimento real do PIB foi revisto em baixa substancialmente para 2019 e ligeiramente para 2020.

A revisão em baixa acentuada do crescimento real do PIB em 2019 advém dos resultados mais fracos no quarto trimestre de 2018 e de uma avaliação menos favorável das perspetivas de curto prazo, refletindo um impacto adverso mais duradouro de fatores específicos em alguns países da área do euro e as incertezas acrescidas em termos de políticas a nível mundial. A projeção para o crescimento real do PIB a médio prazo permanece globalmente inalterada, dado pressupor-se que a dissipação gradual dos fatores adversos a nível interno e mundial permitirá à expansão ganhar força.

⁴ A média entre 1999 e 2007.

2 Preços e custos

A inflação medida pelo IHPC deverá continuar a descer até ao quarto trimestre de 2019 e subir ao longo do resto do horizonte de projeção, atingindo 1,6% em 2021 (ver o gráfico 2). A descida da inflação global em 2019 deve-se sobretudo a uma

diminuição significativa da inflação na componente de produtos energéticos do IHPC, em virtude da recente queda forte dos preços do petróleo e efeitos de base em sentido descendente, relacionados com o seu anterior aumento em 2018. Em 2020 e 2021, espera-se que os preços dos produtos energéticos do IHPC subam a taxas moderadas em consonância com a curva relativamente horizontal dos preços dos futuros do petróleo. Considera-se que a inflação na componente de produtos alimentares do IHPC se situe em taxas em torno de 1,9% durante o horizonte de projeção. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares apresentará uma trajetória ascendente gradual, atingindo 1,6% em 2021. Espera-se que a subida da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares seja apoiada pela recuperação económica mais gradual, mas contínua. Além disso, a crescente restritividade dos mercados de trabalho apoiará o crescimento dos salários, levando a uma intensificação das pressões internas sobre os custos. A subida dos preços das matérias-primas não energéticas e dos preços mundiais subjacentes também reforçará a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares.

Gráfico 2
IHPC da área do euro

(variação homóloga, em percentagem)



Notas: Os intervalos em torno das principais projeções têm por base as diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excecionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema e do BCE (*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*), publicado em dezembro de 2009 e disponível (apenas em língua inglesa) no sítio do BCE (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf>).

O crescimento dos salários deverá registar novo aumento ligeiro durante o horizonte de projeção, à medida que os mercados de trabalho continuam a tornar-se mais restritivos e que os fatores que atenuaram o crescimento dos salários em alguns países nos últimos anos cessam. Projeta-se que o crescimento

da remuneração por trabalhador suba de 2,2% em 2018 para 2,6% em 2021. Simultaneamente, espera-se que o crescimento dos custos unitários do trabalho diminua um pouco ao longo do horizonte de projeção, uma vez que se considera que a produtividade registará um fortalecimento. O principal fator impulsionador do aumento do crescimento salarial é a pressuposta nova melhoria das condições no mercado de trabalho da área do euro durante o horizonte de projeção, com uma crescente restritividade do mercado de trabalho em algumas regiões da área do euro. Para além do dinamismo cíclico, é exetável que a recente subida significativa da inflação global contribua para o aumento do crescimento salarial nos países da área do euro onde os processos de formação dos salários incluem elementos retrospectivos. Acresce que os efeitos atenuadores, sobre os salários, de fatores relacionados com a crise, como a necessidade de moderação salarial para recuperar competitividade de preços em alguns países e a contenção salarial latente, em virtude da forçosa rigidez em sentido descendente dos salários nominais durante a crise, deverão diminuir gradualmente face à continuação da expansão económica. Alguns países também procederam a aumentos dos salários mínimos, que poderão repercutir-se na distribuição salarial.

Relativamente às margens de lucro, espera-se que evoluam de forma mais favorável ao longo do horizonte de projeção do que em 2018. Nos últimos trimestres, verificou-se uma compressão das margens de lucro, devido a um aumento acentuado súbito dos custos unitários do trabalho, refletindo o enfraquecimento da atividade económica que conduziu a uma quebra do crescimento da produtividade. Além disso, as deteriorações dos termos de troca, relacionadas com os anteriores aumentos dos preços do petróleo, afetaram a evolução das margens de lucro. Ambos os fatores deverão perder importância nos próximos trimestres, face ao aumento do ritmo da atividade económica e da produtividade, ao passo que se espera que os termos de troca melhorem, dada a recente queda dos preços do petróleo.

As pressões externas sobre os preços deverão diminuir em 2019 e aumentar moderadamente ao longo do resto do horizonte de projeção. Considera-se que a taxa de crescimento anual do deflator das importações descerá em 2019, em comparação com 2018, e que, posteriormente, observará uma subida gradual. Este perfil é fortemente determinado pelos movimentos dos preços do petróleo, os quais fizeram subir os preços das importações em 2018 e se espera que atenuem a sua evolução em 2019. Ao mesmo tempo, pressupõe-se que os preços das matérias-primas não petrolíferas e as pressões sobre os preços subjacentes a nível mundial irão aumentar e contribuir para a subida gradual dos preços das importações.

Em comparação com as projeções de dezembro de 2018, a projeção para a inflação medida pelo IHPC foi revista em baixa para o conjunto do horizonte de projeção. A revisão em sentido descendente da inflação medida pelo IHPC reflete sobretudo o pressuposto de que os preços do petróleo serão significativamente mais reduzidos (em particular, em 2019 e 2020) e a pressuposta trajetória mais baixa da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e dos produtos alimentares. Por seu lado, a revisão em sentido descendente da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares reflete o impacto dos preços mais reduzidos do petróleo através de efeitos indiretos, os resultados recentes mais fracos, as

perspetivas mais moderadas para a atividade económica e uma pequena reavaliação de carácter restrito da força da repercussão dos salários nos preços.

3 Perspetivas orçamentais

Considera-se que a orientação orçamental da área do euro foi globalmente neutra em 2018, projetando-se que seja menos restritiva a partir de 2019. A orientação da política orçamental é medida como a variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Em 2019, o principal contributo para a menor restritividade da orientação orçamental advém dos cortes nos impostos diretos e nas contribuições para a segurança social, mas também da despesa pública mais elevada em alguns países. Para 2020, projeta-se nova redução da restritividade. Os contributos mais importantes para essa redução serão dados por novos cortes nos impostos indiretos e nas contribuições para a segurança social, por um crescimento ainda bastante forte da despesa e por transferências mais elevadas. No que toca a 2021, a projeção de referência incorpora uma ligeira redução da restritividade, relacionada principalmente com o crescimento da despesa em alguns países.

Quanto ao saldo orçamental da área do euro, projeta-se que apresente uma deterioração em 2019 e permaneça, em geral, inalterado durante o resto do horizonte de projeção, enquanto o rácio da dívida segue numa trajetória descendente. O alargamento do défice das administrações públicas deve-se a uma deterioração do saldo primário corrigido do ciclo. Tal é, em parte, compensado por uma ligeira diminuição das despesas com juros, em resultado da substituição de dívida antiga de custo elevado por dívida nova a taxas de juro mais baixas. A trajetória descendente do rácio da dívida pública em relação ao PIB é apoiada por saldos primários positivos e por um diferencial favorável entre taxa de juro e taxa de crescimento.

As perspetivas relativas ao défice da área do euro deterioraram-se significativamente, em comparação com as projeções de dezembro de 2018, em especial para 2020 e 2021. O défice orçamental mais elevado advém de um saldo primário menos favorável e de uma componente cíclica mais reduzida, espelhando as perspetivas macroeconómicas mais fracas. Projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB seja mais elevado, refletindo sobretudo um diferencial entre taxa de juro e taxa de crescimento cada vez maior em 2019, devido à revisão em baixa do crescimento do PIB, e saldos primários mais reduzidos.

Caixa 3

Análises de sensibilidade

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

1) Trajetórias alternativas dos preços do petróleo

Esta análise de sensibilidade tem por objetivo avaliar as implicações das trajetórias alternativas dos preços do petróleo.

Os pressupostos técnicos relativos à evolução dos preços do petróleo subjacentes às projeções de referência, baseados nos mercados de futuros do petróleo, preveem um perfil relativamente horizontal dos preços do petróleo, com os preços do petróleo bruto Brent a situarem-se em USD 60,6 por barril em 2021. São analisadas duas trajetórias alternativas dos preços do petróleo. A primeira trajetória foi calculada a partir do percentil 25 mais baixo da distribuição obtida através das densidades implícitas extraídas das opções no que respeita ao preço do petróleo em 12 de fevereiro de 2019. Esta trajetória comporta uma diminuição gradual do preço do petróleo para USD 46,0 por barril em 2021, valor que é 24,1% mais baixo do que o pressuposto na projeção de referência para esse ano. Utilizando a média dos resultados dos diversos modelos macroeconómicos elaborados pelos especialistas, esta trajetória teria um pequeno impacto ascendente no crescimento real do PIB (em torno de 0,1 pontos percentuais em 2020 e 2021), ao passo que a inflação medida pelo IHPC seria mais baixa 0,2 pontos percentuais em 2019, 0,5 pontos percentuais em 2020 e 0,3 pontos percentuais em 2021. A segunda trajetória foi calculada a partir do percentil 25 mais alto da mesma distribuição e implica um aumento dos preços do petróleo para USD 77,8 por barril em 2021, valor que é 28,3% superior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. Esta trajetória comportaria uma subida mais rápida da inflação medida pelo IHPC, a qual seria mais elevada 0,4 pontos percentuais em 2019, 0,5 pontos percentuais em 2020 e 0,2 pontos percentuais em 2021, enquanto o crescimento real do PIB seria ligeiramente inferior (descendo 0,1 pontos percentuais em cada um dos anos do horizonte de projeção).

2) Trajetória alternativa da taxa de câmbio

Esta análise de sensibilidade investiga os efeitos de um fortalecimento da taxa de câmbio do euro.

Este cenário é coerente com a distribuição das densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções no que respeita à taxa de câmbio USD/EUR em 12 de fevereiro de 2019, distribuição essa que se apresenta fortemente enviesada no sentido de uma apreciação do euro. O percentil 75 da distribuição implica uma apreciação do euro face ao dólar dos Estados Unidos, passando a taxa de câmbio a ser de USD 1,31 por euro em 2021, valor que é 15% superior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. O pressuposto correspondente relativo à taxa de câmbio efetiva nominal do euro reflete regularidades históricas, segundo as quais variações na taxa de câmbio USD/EUR correspondem a variações na taxa de câmbio efetiva com uma elasticidade de um pouco mais de 50%. Neste cenário, a média dos resultados dos diversos modelos macroeconómicos elaborados pelos especialistas aponta para um crescimento real do PIB mais baixo 0,1 pontos percentuais em 2019, 0,6 pontos percentuais em 2020 e 0,3 pontos percentuais em 2021. A inflação medida pelo IHPC seria mais baixa 0,1 pontos percentuais em 2019, 0,6 pontos percentuais em 2020 e 0,4 pontos percentuais em 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 BCE/Eurosistema, visto que foram concluídas em momentos distintos. Além disso, utilizam métodos diferentes (parcialmente não especificados) de cálculo dos pressupostos relativos às variáveis orçamentais, financeiras e externas, incluindo preços do petróleo e de outras matérias-primas. Por último, existem diferenças nos métodos de correção de dias úteis utilizados nas diversas previsões (ver o quadro).

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

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

(variação anual, em percentagem)

	Data de publicação	Crescimento do PIB				Inflação medida pelo IHPC			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Projeções do Eurosistema	Março de 2019	1,9	1,1	1,6	1,5	1,7	1,2	1,5	1,6
			[0.7 – 1.5]	[0.7 – 2.5]	[0.5 – 2.5]		[0.9 – 1.5]	[0.8 – 2.2]	[0.8 – 2.4]
Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Março de 2019	1,8	1,0	1,2	–	–	–	–	–
Barómetro da Zona Euro	Janeiro/fevereiro de 2019	1,8	1,3	1,4	1,4	1,7	1,4	1,5	1,7
Consensus Economics	Janeiro/fevereiro de 2019	1,8	1,3	1,4	1,2	1,7	1,4	1,5	1,7
Comissão Europeia	Fevereiro de 2019	1,9	1,3	1,6	–	1,7	1,4	1,5	–
Inquérito a analistas profissionais	Janeiro de 2019	–	1,5	1,5	1,4	–	1,5	1,6	1,7
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Janeiro de 2019	1,8	1,6	1,7	–	–	–	–	–

Fontes: *Interim Economic Outlook*, de março de 2019, da OCDE; Barómetro da Zona Euro da MJEconomics – inquérito de fevereiro de 2019 para 2018, 2019 e 2020 e inquérito de janeiro de 2019 para 2021; previsões da Consensus Economics – inquérito de fevereiro de 2019 para 2018, 2019 e 2020 e inquérito às tendências da produtividade e dos salários de fevereiro de 2019 para 2021 (PIB) e inquérito de janeiro de 2019 para 2021 (IHPC); previsões económicas europeias intercalares do inverno de 2019 da Comissão Europeia; inquérito do BCE a analistas profissionais relativo ao primeiro trimestre de 2019; *World Economic Outlook*, de janeiro de 2019 (versão atualizada), do FMI.

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

© Banco Central Europeu 2019

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

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

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

HTML ISSN 2529-4571, QB-CE-19-001-PT-Q