



**BANCO CENTRAL EUROPEU**  
EUROSISTEMA

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

**Setembro de 2021**



# Índice

|                |  |           |
|----------------|--|-----------|
| <b>Síntese</b> |  | <b>2</b>  |
| <b>1</b>       | <b>Economia real</b>   | <b>4</b>  |
|                | <b>Caixa 1</b> Pressupostos técnicos sobre taxas de juro, preços das matérias-primas e taxas de câmbio | 8         |
|                | <b>Caixa 2</b> Enquadramento internacional   | 10        |
| <b>2</b>       | <b>Perspetivas orçamentais</b>   | <b>13</b> |
| <b>3</b>       | <b>Preços e custos</b>   | <b>15</b> |
|                | <b>Caixa 3</b> Previsões de outras instituições  | 17        |
|                | <b>Caixa 4</b> Cenários alternativos para as perspetivas económicas da área do euro                    | 18        |
|                | <b>Caixa 5</b> Análise de sensibilidade  | 22        |

## Síntese

*A economia da área do euro está a recuperar rapidamente, não obstante a continuação da incerteza relacionada com a pandemia de coronavírus (COVID-19) e os estrangulamentos do lado da oferta<sup>1</sup>. A retoma foi mais forte do que o esperado no segundo trimestre de 2021 e o crescimento económico deverá continuar a ser célere durante o segundo semestre do ano, com o produto interno bruto (PIB) real a ultrapassar o seu nível anterior à crise no final de 2021. Subsequentemente, o crescimento deverá manter-se forte, mas estabilizar de forma gradual. Estas perspetivas baseiam-se em vários pressupostos: uma rápida flexibilização das medidas de contenção durante o segundo semestre de 2021, uma dissipação gradual dos estrangulamentos do lado da oferta a partir de inícios de 2022, o atual apoio substancial em termos de políticas (incluindo condições de financiamento favoráveis) e o prosseguimento da retoma mundial. A procura interna deverá continuar a ser o principal fator impulsionador da recuperação, beneficiando também da esperada recuperação do rendimento disponível real e de uma diminuição da incerteza. Além disso, é provável que o consumo privado e o investimento residencial sejam apoiados pelo elevado stock de poupança acumulada. Espera-se que o PIB real registe um crescimento de 5% este ano e modere para 4,6% e 2,1%, respetivamente em 2022 e 2023. Em comparação com as projeções de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, a projeção para o crescimento trimestral no segundo semestre de 2021 foi objeto de uma ligeira revisão em baixa, devido aos estrangulamentos do lado da oferta mais persistentes do que o esperado, à variante Delta mais infecciosa do coronavírus e aos resultados mais fortes para o primeiro semestre do ano, o que reduz a margem para um crescimento mais forte posteriormente. Contudo, no que toca a 2021 no seu todo, a projeção para o crescimento real do PIB foi revista em alta em 0,4 pontos percentuais. As projeções para 2022 e 2023 permanecem, em geral, inalteradas.*

*As perspetivas de inflação continuam a caracterizar-se por um perfil em forma de “U” invertido em 2021, seguindo-se taxas mais moderadas em 2022 e 2023. Espera-se que a inflação se situe, em média, em 2,2% em 2021, impulsionada por fatores temporários em sentido ascendente. Estes incluem: uma subida da taxa de inflação dos preços dos produtos energéticos, devido a fortes efeitos de base; aumentos fortes dos custos de produção associados a perturbações da oferta; aumentos pontuais dos preços dos serviços com a flexibilização das restrições relacionadas com a COVID-19; e a inversão do corte da taxa do imposto sobre o*

---

<sup>1</sup> A data de fecho da informação para os pressupostos técnicos, como os relativos aos preços do petróleo e às taxas de câmbio, foi 16 de agosto de 2021 (caixa 1). As projeções macroeconómicas para a área do euro foram concluídas em 26 de agosto de 2021. O atual exercício de projeção 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>. É disponibilizada uma base de dados completa das projeções macroeconómicas anteriores elaboradas por especialistas do BCE e do Eurosistema em <https://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?node=5275746>.

valor acrescentado (IVA) na Alemanha. Com o desvanecimento gradual destes fatores a partir do início de 2022 e a diminuição dos desequilíbrios temporários entre a oferta e a procura, a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) deverá baixar para taxas de 1,7% e 1,5% em 2022 e 2023, respetivamente. Numa análise para além destes fatores, na sua maioria, temporários, espera-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares registe um fortalecimento gradual à medida que a recuperação progride, a margem disponível na economia diminui e os recentes aumentos dos preços das matérias-primas, incluindo do petróleo, se repercutem progressivamente nos preços no consumidor. Projeta-se também uma aceleração dos preços dos produtos alimentares. Estes efeitos em sentido ascendente sobre a inflação global são, em geral, compensados ao longo do horizonte de projeção por uma subida mais lenta dos preços dos produtos energéticos, que é ditada pelos pressupostos técnicos relativos aos preços do petróleo. Em comparação com as projeções de junho de 2021, tanto a inflação global como a inflação subjacente foram revistas em alta para o conjunto do horizonte de projeção. As razões para estas revisões são as seguintes: as recentes surpresas em termos de dados, algumas pressões ascendentes mais persistentes decorrentes de perturbações do lado da oferta, a melhoria das perspetivas quanto à procura, efeitos em sentido ascendente dos preços mais elevados do petróleo e das matérias-primas não petrolíferas, bem como a recente depreciação da taxa de câmbio do euro.

### Projeções para o crescimento e a inflação na área do euro

(variação anual, em percentagem)

|                 | Setembro de 2021 |      |      |      |      | Junho de 2021 |      |      |      |
|-----------------|------------------|------|------|------|------|---------------|------|------|------|
|                 | 2019             | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2020          | 2021 | 2022 | 2023 |
| <b>PIB real</b> | 1,5              | -6,5 | 5,0  | 4,6  | 2,1  | -6,8          | 4,6  | 4,7  | 2,1  |
| <b>IHPC</b>     | 1,2              | 0,3  | 2,2  | 1,7  | 1,5  | 0,3           | 1,9  | 1,5  | 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.

# 1 Economia real

**O PIB real aumentou 2,2% no segundo trimestre de 2021<sup>2</sup>, sendo este valor 0,8 pontos percentuais mais elevado do que o valor avançado nas projeções de junho de 2021.** O aumento foi impulsionado sobretudo pela procura interna e, nomeadamente, pelo consumo privado, devido a uma melhoria do rendimento disponível real e a um decréscimo substancial da taxa de poupança. Embora a restritividade das medidas de contenção tenha sido apenas ligeiramente inferior no primeiro trimestre e, de um modo geral, consentânea com o pressuposto nas projeções de junho, a surpresa em sentido ascendente no que respeita à atividade parece ter refletido uma menor sensibilidade da atividade económica às restrições relacionadas com a COVID-19. O nível do PIB real no segundo trimestre ainda se situou 2½% abaixo do nível registado no quarto trimestre de 2019.

## Gráfico 1

### Crescimento real do PIB na 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. A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. Este gráfico não apresenta intervalos em torno das projeções. Tal reflete o facto de que o cálculo normal dos intervalos (com base em erros de projeção históricos) não captaria a elevada incerteza relacionada com a pandemia de COVID-19. Em contrapartida, são apresentados, na caixa 4, 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 crescimento real do PIB deverá registar novo aumento vigoroso no terceiro trimestre, no contexto de uma nova flexibilização das medidas de contenção e de indicadores de sentimento económico fortes (gráfico 1).** Pressupõe-se que as medidas de contenção serão flexibilizadas ainda mais no terceiro e quarto trimestres do ano. No entanto, espera-se que essas medidas sejam um pouco mais rigorosas do que o pressuposto nas projeções de junho de 2021, devido ao surgimento da variante Delta da COVID-19 e ao novo aumento do número de novas infeções em julho e agosto. Apesar de algum abrandamento, os indicadores de sentimento mantêm-se em níveis elevados, sugerindo que as medidas de contenção

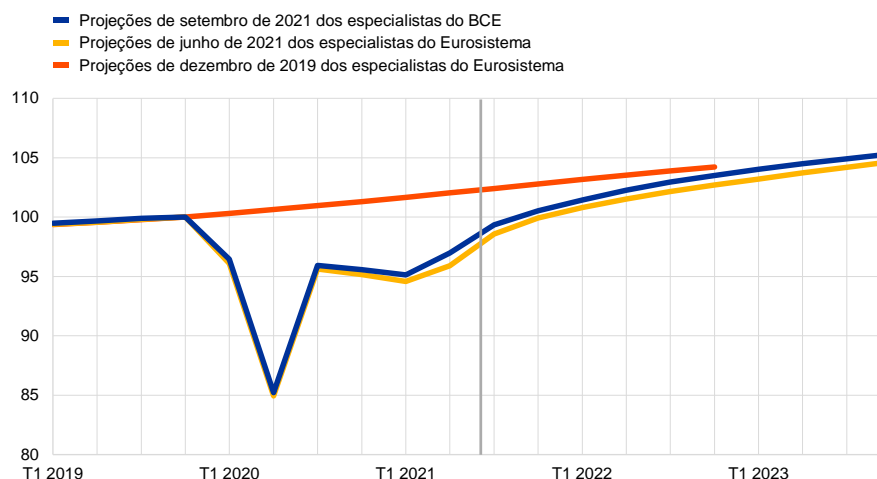
<sup>2</sup> Este valor foi revisto em alta, partindo da estimativa provisória de 2,0% inicialmente publicada pelo Eurostat e incluída nas projeções dos especialistas do BCE apresentadas nos gráficos 1 e 2.

remanescentes não resultarão em perturbações significativas da economia. Por conseguinte, espera-se que o crescimento real do PIB permaneça forte no segundo semestre de 2021, não obstante a ligeira revisão em baixa em comparação com às projeções de junho. Tal reflete o facto de as medidas de contenção serem mais rigorosas e os estrangulamentos do lado da oferta mais persistentes do que o anteriormente pressuposto, assim como a avaliação de que as surpresas em termos de dados positivos no primeiro semestre do ano reduzem a margem para uma forte recuperação adicional no segundo semestre do ano.

**De acordo com as projeções, o crescimento real do PIB permanecerá forte em 2022, abrاندando em 2023 para uma taxa mais normal.** A projetada trajetória do PIB baseia-se em vários pressupostos. Estes incluem o levantamento total das medidas de contenção em princípios de 2022, uma nova diminuição da incerteza, uma confiança forte na sequência da resolução gradual da pandemia de COVID-19 e a retoma mundial em curso (caixa 2). Além disso, pressupõe-se que as atuais perturbações da oferta se dissipem gradualmente a partir de inícios de 2022. Espera-se ainda que o instrumento de recuperação da União Europeia designado “Next Generation EU” (NGEU) impulse o investimento em alguns países. De um modo mais geral, parte-se do pressuposto de que as políticas monetária, orçamental e prudencial permanecerão muito favoráveis, evitando assim fortes ciclos de interação adversa entre o setor financeiro e a economia real. Em termos globais, projeta-se que o PIB real ultrapasse o seu nível anterior à crise no quarto trimestre de 2021 (gráfico 2), ou seja, um trimestre antes do indicado nas projeções de junho de 2021, e que, até ao final de 2022, atinja um nível apenas um pouco inferior ao esperado antes da pandemia.

**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 das projeções de setembro de 2021.

## Quadro 1

### Projeções macroeconómicas para a área do euro

(variação anual, em percentagem)

|   | Setembro de 2021 |      |      |      |      | Junho de 2021 |      |      |      |
|---|------------------|------|------|------|------|---------------|------|------|------|
|   | 2019             | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2020          | 2021 | 2022 | 2023 |
| <b>PIB real</b>   | 1,5              | -6,5 | 5,0  | 4,6  | 2,1  | -6,8          | 4,6  | 4,7  | 2,1  |
| <b>Consumo privado</b>  | 1,4              | -8,0 | 3,6  | 7,0  | 2,0  | -8,0          | 2,9  | 7,0  | 2,0  |
| <b>Consumo público</b>  | 1,8              | 1,3  | 3,4  | -1,2 | 0,9  | 1,4           | 3,4  | -0,8 | 1,0  |
| <b>Formação bruta de capital fixo</b>   | 6,5              | -7,5 | 7,2  | 5,3  | 3,0  | -8,2          | 7,3  | 5,5  | 2,8  |
| <b>Exportações<sup>1)</sup></b>   | 2,4              | -9,3 | 8,9  | 6,7  | 4,0  | -9,8          | 9,0  | 6,5  | 3,7  |
| <b>Importações<sup>1)</sup></b>   | 4,5              | -9,2 | 9,0  | 7,0  | 3,8  | -9,3          | 8,3  | 7,0  | 3,6  |
| <b>Emprego</b>  | 1,2              | -1,5 | 0,5  | 1,2  | 1,0  | -1,6          | 0,3  | 1,2  | 1,0  |
| <b>Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)</b>   | 7,5              | 7,9  | 7,9  | 7,7  | 7,3  | 7,8           | 8,2  | 7,9  | 7,4  |
| <b>IHPC</b>   | 1,2              | 0,3  | 2,2  | 1,7  | 1,5  | 0,3           | 1,9  | 1,5  | 1,4  |
| <b>IHPC excluindo produtos energéticos</b>  | 1,2              | 1,0  | 1,3  | 1,5  | 1,6  | 1,0           | 1,2  | 1,4  | 1,6  |
| <b>IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares</b>   | 1,0              | 0,7  | 1,3  | 1,4  | 1,5  | 0,7           | 1,1  | 1,3  | 1,4  |
| <b>IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos<sup>2)</sup></b> | 1,0              | 0,8  | 1,2  | 1,4  | 1,5  | 0,8           | 0,9  | 1,2  | 1,4  |
| <b>Custos unitários do trabalho</b>   | 1,8              | 4,5  | -1,0 | -0,4 | 1,4  | 5,0           | -1,0 | -0,6 | 1,3  |
| <b>Remuneração por trabalhador</b>  | 2,1              | -0,7 | 3,5  | 2,9  | 2,5  | -0,5          | 3,2  | 2,9  | 2,4  |
| <b>Produtividade do trabalho</b>  | 0,3              | -5,0 | 4,5  | 3,4  | 1,1  | -5,2          | 4,3  | 3,5  | 1,1  |
| <b>Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)</b>                                       | -0,6             | -7,3 | -7,1 | -3,0 | -2,1 | -7,3          | -7,1 | -3,4 | -2,6 |
| <b>Saldo orçamental estrutura (em percentagem do PIB)<sup>3)</sup></b>  | -0,9             | -5,0 | -5,4 | -2,7 | -2,5 | -5,0          | -5,2 | -2,8 | -2,7 |
| <b>Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)</b>   | 83,9             | 98,0 | 98,7 | 95,1 | 93,6 | 98,0          | 99,4 | 96,3 | 95,2 |
| <b>Orientação orçamental (corrigida de subvenções do NGEU)<sup>4)</sup></b>                                       | -0,4             | -4,3 | -1,1 | 2,3  | 0,2  | -4,2          | -1,0 | 2,1  | 0,1  |
| <b>Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)</b>  | 2,4              | 2,1  | 1,8  | 1,3  | 1,5  | 2,1           | 2,4  | 2,3  | 2,4  |

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 que o cálculo normal dos intervalos (com base em erros de projeção históricos) não captaria a elevada incerteza relacionada com a pandemia de COVID-19. Em contrapartida, são apresentados, na caixa 4, 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.

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.

**Como principal fator impulsionador da recuperação, espera-se que o consumo privado registre um crescimento forte ao longo do horizonte de projeção, ultrapassando o seu nível anterior à crise no primeiro trimestre de 2022.**

A recuperação do consumo privado foi muito mais forte no segundo trimestre de 2021 do que o esperado anteriormente, mas ainda se situou cerca de 6% abaixo do seu nível pré-pandemia. É provável que a surpresa em sentido ascendente reflita

tanto um decréscimo mais forte da taxa de poupança como um crescimento mais forte do rendimento real. O rendimento continuou a ser impulsionado sobretudo pelos rendimentos do trabalho, o que, em regra, implica uma propensão marginal ao consumo relativamente mais elevada. Espera-se que o consumo privado continue a apresentar um crescimento forte no segundo semestre do ano. Esta expectativa está ligada à flexibilização das medidas de contenção e também ao elevado *stock* de poupança acumulada, que permite a libertação de alguma procura latente. No médio prazo, projeta-se que o crescimento do consumo privado continue a situar-se acima da trajetória mais baixa do crescimento do rendimento real, dado que a esperada dissipação da incerteza permitirá nova reversão da poupança em excesso.

**O rendimento salarial mais elevado deverá apoiar o rendimento disponível real no conjunto do horizonte de projeção.** Perante a continuação da reabertura da economia e o fortalecimento do crescimento do emprego, espera-se que rendimento salarial contribua fortemente para o rendimento disponível real. Em contraste, após um forte contributo positivo em 2020, as transferências orçamentais líquidas pesarão sobre o crescimento do rendimento a partir de 2021, o que reflete a esperada cessação das medidas de apoio associadas à COVID-19. Além disso, projeta-se que o rendimento disponível real seja minorado pela projetada subida da inflação dos preços no consumidor.

**Em 2022, o rácio de poupança das famílias deverá descer para valores abaixo do seu nível anterior à crise, com a reabertura do setor dos serviços e a perda de importância da poupança por motivos de precaução.** Espera-se que a taxa de poupança diminua substancialmente nos próximos trimestres, em virtude da diminuição gradual da proporção de poupança forçada ligada ao pressuposto levantamento das medidas de contenção. Além disso, a poupança por motivos de precaução deverá dissipar-se à medida que a incerteza diminui e os mercados de trabalho melhoram. O rácio de poupança deverá descer para valores abaixo do seu nível anterior à crise em 2022 e, depois, continuar a diminuir ligeiramente. Considera-se que será marginalmente inferior ao nível esperado no cenário de base pré-pandemia, levando a alguma reversão da poupança em excesso acumulada antes pelas famílias, o que contribuiria para uma retoma vigorosa do consumo. A poupança acumulada deverá, porém, ter um papel um pouco reduzido na recuperação do consumo, devido à concentração da poupança em famílias mais abastadas e de maior idade, com uma menor propensão a consumir<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Ver também a caixa 2, intitulada “Dinâmica do rácio de poupança das famílias e implicações para as perspetivas económicas da área do euro”, das *Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema*, publicadas em junho de 2021.



## Caixa 1

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

---

#### **Em comparação com as projeções de junho de 2021, os pressupostos técnicos incluem taxas de juro mais baixas, preços do petróleo mais elevados e uma depreciação do euro.**

Os pressupostos técnicos relativos às taxas de juro e aos preços das matérias-primas têm por base as expectativas do mercado, com uma data de fecho da informação de 16 de agosto 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 todos os anos do horizonte de projeção. 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  $0,0\%$  em 2021 e 2022 e de  $0,1\%$  em 2023<sup>4</sup>. Em comparação com as projeções de junho de 2021, as expectativas do mercado em relação às taxas de juro de curto prazo diminuíram ligeiramente no que respeita a 2023, enquanto as taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos da área do euro desceram cerca de 20 pontos base no que respeita a 2021 e 50 a 60 pontos base para o período de 2022 a 2023.

No que se refere aos preços das matérias-primas, as projeções têm em conta a trajetória implícita nos mercados de futuros, considerando a média da quinzena finda na data de fecho da informação de 16 de agosto 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 67,8 dólares em 2021, descendo depois para 64,1 dólares em 2023. Esta trajetória implica que, em comparação com as projeções de junho de 2021, os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos são cerca de 3 a 4% mais elevados no período de 2021 a 2023. No tocante aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, pressupõe-se que registem um aumento forte em 2021 e mais moderado em 2022, descendo depois ligeiramente em 2023.

Quanto às taxas de câmbio bilaterais, parte-se do pressuposto de que, durante o horizonte de projeção, permanecem inalteradas nos níveis médios prevalecentes no período de duas semanas findo em 16 de agosto de 2021, a data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio média de 1,18 dólares dos Estados Unidos por euro no período de 2022 a 2023, a qual é 3% mais baixa do que a indicada nas projeções de junho de 2021. O pressuposto relativo à taxa de câmbio efetiva do euro implica uma depreciação de 1,5% desde as projeções de junho de 2021.

---

<sup>4</sup> 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 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. Relativamente 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

|   | Setembro de 2021 |       |       |       | Junho de 2021 |       |       |       |
|---|------------------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|
|   | 2020             | 2021  | 2022  | 2023  | 2020          | 2021  | 2022  | 2023  |
| EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)   | -0,4             | -0,5  | -0,5  | -0,5  | -0,4          | -0,5  | -0,5  | -0,3  |
| Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano) | 0,0              | 0,0   | 0,0   | 0,1   | 0,0           | 0,2   | 0,5   | 0,7   |
| Preço do petróleo (USD/barril)  | 42,3             | 67,8  | 67,3  | 64,1  | 42,3          | 65,8  | 64,6  | 61,9  |
| Preços das matérias primas não energéticas, em USD (variação anual, em percentagem)         | 3,2              | 37,9  | 4,3   | -1,9  | 3,2           | 39,0  | 0,1   | -8,0  |
| Taxa de câmbio USD/EUR  | 1,14             | 1,19  | 1,18  | 1,18  | 1,14          | 1,21  | 1,21  | 1,21  |
| Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE42) (T1 1999 = 100)                              | 119,4            | 121,1 | 120,4 | 120,4 | 119,4         | 122,0 | 122,2 | 122,2 |

### **A retoma do investimento em habitação deverá perder dinamismo no decurso do horizonte de projeção.**

Estima-se que o investimento em habitação tenha aumentado modestamente no segundo trimestre de 2021, tendo já atingido o seu nível pré-pandemia no primeiro trimestre. No curto prazo, efeitos positivos do “Q de Tobin”, uma recuperação do rendimento disponível, uma melhoria da confiança dos consumidores e o elevado nível de poupança acumulada deverão apoiar o investimento em habitação durante o segundo semestre de 2021, não obstante alguns fatores adversos decorrentes de uma nova intensificação das restrições do lado da oferta. O dinamismo do investimento em habitação deverá estabilizar gradualmente no resto do horizonte de projeção.

### **O investimento das empresas deverá manter-se resiliente e recuperar substancialmente no horizonte de projeção.**

O investimento das empresas continuou a evoluir no sentido do seu nível anterior à crise durante o primeiro semestre de 2021, beneficiando da recuperação da procura, de condições de financiamento favoráveis e de efeitos positivos do “Q de Tobin”. Espera-se que a retoma acelere 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 impacto positivo do programa do NGEU. Espera-se igualmente que o investimento das empresas seja impulsionado no conjunto do horizonte de projeção por investimentos relacionados com a digitalização, assim como pela transição hipocarbónica (nomeadamente na indústria automóvel, devido à regulamentação ambiental e à passagem para a produção de veículos elétricos). De um modo geral, projeta-se que o investimento das empresas regresse ao seu nível pré-pandemia até ao final de 2021.

## Caixa 2

### Enquadramento internacional

---

**A atividade mundial deverá ganhar dinamismo no segundo semestre de 2021.** Tal segue-se a um período de crescimento moderado no primeiro semestre deste ano, quando a economia mundial se encontrava numa posição mais fraca. Primeiro, o ressurgimento de novas infeções nas economias avançadas levou os respetivos governos a intensificar as medidas de contenção em princípios de 2021. Subsequentemente, a situação pandémica agravou-se de forma significativa em algumas das principais economias emergentes, pesando sobre a atividade mundial. Como a situação epidemiológica mundial melhorou desde então, as medidas de contenção foram flexibilizadas e a mobilidade subiu. Em resultado, espera-se que o crescimento mundial aumente. Tal é confirmado pelos resultados de inquéritos, que apontam para um forte dinamismo liderado pelas economias avançadas.

**O projetado aumento do crescimento mundial permanece frágil, dado que ocorre num contexto de persistentes estrangulamentos do lado da oferta e de propagação da variante Delta mais infecciosa da COVID-19.** Estes fatores obstam ao crescimento e pesam especialmente nas economias emergentes, onde os progressos na vacinação continuam a ser limitados. Este aspeto, aliado a uma margem mais restrita para políticas e às marcas mais profundas deixadas pela pandemia, explica a divergência entre a projetada trajetória de recuperação das economias emergentes e das economias avançadas.

**As perspetivas de crescimento de algumas das principais economias avançadas foram ligeiramente revistas em alta, em comparação com as projeções de junho de 2021.**

Uma redefinição do perfil de despesa pública nos Estados Unidos e um atraso na projetada recuperação no Japão levaram a algumas revisões em alta no que toca a 2022. As perspetivas de crescimento das economias emergentes alteraram-se relativamente pouco. De um modo geral, projeta-se que o PIB real mundial (excluindo a área do euro) aumente 6,3% este ano, desacelerando depois para 4,5% e 3,7% em 2022 e 2023, respetivamente. Em finais de 2020, a atividade mundial já tinha ultrapassado o seu nível anterior à pandemia. Projeta-se que face à trajetória prevista nas projeções de dezembro de 2019, o desvio diminua, mas não seja eliminado, até ao final do horizonte de projeção.

**A melhoria das perspetivas para os principais parceiros comerciais resulta numa procura externa mais forte da área do euro.** De acordo com as projeções, a procura externa da área do euro aumentará 9,2% este ano e 5,5% e 3,7% no período de 2022 a 2023 – uma revisão em alta para os três anos, em comparação com as projeções de junho de 2021. Estas revisões refletem a evolução nas economias avançadas. A procura externa da área do euro, que se espera agora que regresse à sua trajetória anterior à crise no decurso de 2022, tem sido sistematicamente revista em alta desde as projeções de junho de 2020. Essas revisões refletiram, em grande medida, uma intensidade do comércio, durante a recuperação, mais forte do que o anteriormente projetado, bem como a melhoria significativa das perspetivas nos Estados Unidos.

**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 ao mesmo ritmo, atingindo a sua trajetória pré-pandemia em inícios de 2022, sobretudo 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 trajetória

anterior à crise já no final do ano passado. Em contraste, noutras economias emergentes, projeta-se que a recuperação seja lenta.

## Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

|   | Setembro de 2021 |      |      |      | Junho de 2021 |      |      |      |
|---|------------------|------|------|------|---------------|------|------|------|
|   | 2020             | 2021 | 2022 | 2023 | 2020          | 2021 | 2022 | 2023 |
| <b>PIB real mundial (excluindo a área do euro)</b>              | -2,3             | 6,3  | 4,5  | 3,7  | -2,4          | 6,2  | 4,2  | 3,7  |
| <b>Comércio mundial (excluindo a área do euro)<sup>1)</sup></b> | -8,4             | 11,9 | 5,3  | 4,1  | -8,5          | 10,8 | 4,9  | 3,7  |
| <b>Procura externa da área do euro<sup>2)</sup></b>             | -9,8             | 9,2  | 5,5  | 3,7  | -10,0         | 8,6  | 5,2  | 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.

**Após perdas de quota de mercado em 2021, relacionadas com estrangulamentos temporários do lado da oferta, as exportações deverão registar uma expansão a um ritmo robusto, sustentado por uma procura externa forte e por ganhos de competitividade.** Espera-se que o rápido aumento da procura desde o segundo semestre de 2020 continue a resultar num desfasamento entre a capacidade da oferta mundial e as condições da procura em 2021. Este desfasamento, os confinamentos relacionados com a COVID-19 e eventos extremos geraram uma combinação de problemas logísticos mundiais e de escassez de alguns fatores de produção intermédios essenciais, afetando negativamente as exportações de bens da área do euro. Como continua a existir escassez de alguns fatores de produção intermédios e os custos de transporte ainda são muito elevados e os prazos de entrega dos fornecedores longos, pressupõe-se que os estrangulamentos persistam ao longo de 2021 e se dissipem gradualmente a partir de inícios de 2022. O comércio de serviços – em particular, o turismo – recuperou fortemente durante o verão, em resultado do êxito das campanhas de vacinação que permitiu a reabertura das economias, embora a atividade geral no setor permaneça muito abaixo dos níveis anteriores à crise. A par da dissipação dos estrangulamentos, tal permitirá que as exportações da área do euro ganhem dinamismo a médio prazo, tendo em conta a forte procura externa e os ganhos de competitividade das exportações, na sequência da recente depreciação da taxa de câmbio do euro. Espera-se que o contributo das exportações líquidas para o crescimento real anual do PIB seja ligeiramente positivo nos três anos do horizonte de projeção.

**A taxa de desemprego desceu no segundo trimestre de 2021 e deverá manter uma trajetória praticamente horizontal durante o resto do ano, descendo depois para o seu nível pré-crise até inícios de 2023.** Uma expansão mais forte do que o esperado do crescimento do emprego no segundo trimestre de 2021, relacionada com a recuperação mais forte da atividade, levou a uma diminuição do desemprego. A escassez temporária de mão de obra, que reflete a crescente reafetação de postos de trabalho e alguns desfasamentos, deverá afetar o mercado de trabalho no curto prazo, em países e setores específicos. Pressupõe-se que uma elevada percentagem de trabalhadores abrangidos por regimes de manutenção de postos de trabalho regresse ao emprego regular, beneficiando da forte recuperação após a pandemia. Assim, a partir de 2022, a taxa de desemprego deverá diminuir

gradualmente, descendo, em princípios de 2023, para valores abaixo do seu nível anterior à crise.

**O crescimento da produtividade do trabalho por indivíduo empregado deverá registar uma recuperação acentuada em 2021, estabilizando depois de modo gradual ao longo do horizonte de projeção.** Após uma queda abrupta em 2020, estima-se que tenha aumentado 1,5% no segundo trimestre de 2021 (em comparação com o trimestre anterior), beneficiando do decréscimo do número de pessoas abrangidas por regimes de manutenção de postos de trabalho. Projeta-se que, após atingir um máximo no terceiro trimestre de 2021, registre subsequentemente uma moderação gradual. O perfil de crescimento da produtividade por hora trabalhada apresentou-se muito mais resiliente durante a pandemia, tendo o total de horas trabalhadas seguido mais de perto a evolução do PIB.

**Em comparação com as projeções de junho de 2021, o crescimento real do PIB foi revisto em alta no que respeita a 2021 e permanece globalmente inalterado para 2022 e 2023.** Os efeitos de repercussão estatística positivos das revisões em alta dos dados para 2020 e resultados mais fortes no primeiro semestre de 2021 mais do que compensam uma retoma ligeiramente mais fraca no segundo semestre de 2021, na sequência de medidas de confinamento mais rigorosas e de estrangulamentos do lado da oferta mais persistentes do que o anteriormente pressuposto. Tal levou a uma revisão em alta, de 0,4 pontos percentuais, da projeção para o ano completo. No tocante ao resto do horizonte de projeção, os efeitos em sentido descendente dos fatores adversos referidos e os preços do petróleo mais elevados compensam o impacto moderadamente positivo das taxas ativas bancárias mais baixas, a taxa de câmbio efetiva do euro mais fraca e a procura externa mais forte.

## 2 Perspetivas orçamentais

**Desde as projeções de junho de 2021, foram adicionadas à projeção de referência apenas medidas limitadas de estímulo adicional.** A estimativa relativa ao estímulo orçamental extraordinário em resposta à pandemia em 2020 foi revista ligeiramente em alta para 4,2% do PIB da área do euro. Com os orçamentos de 2022 ainda em preparação, as novidades orçamentais desde as projeções de junho de 2021 têm sido escassas, mas continuam a apontar para um estímulo adicional relacionado com a crise da COVID-19 e a recuperação correspondente a 0,2% do PIB em 2021. Este valor reflete estimativas atualizadas do custo orçamental das medidas, programas alargados e a adoção de novas medidas em muitos países. As medidas suplementares são, na sua maioria, temporárias, serão revertidas em 2022 e prendem-se sobretudo com subsídios e transferências para empresas.

**De um modo geral, estima-se que o estímulo discricionário relacionado com a crise e a recuperação corresponda a 4,6% do PIB em 2021, 1,5% em 2022 e 1,2% em 2023.** Em termos da composição do estímulo global, em 2021, a maior parte continua a ser constituída por subsídios e transferências, nomeadamente no contexto de regimes de manutenção de postos de trabalho, projetando-se que estas últimas sejam quase totalmente invertidas em 2022. As medidas classificadas como consumo público compreendem sobretudo uma 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 indiretos. O investimento público suplementar foi reduzido em 2020, mas representa uma percentagem maior nos pacotes de estímulo em 2021, principalmente devido ao atual financiamento ao abrigo do NGEU. Além das medidas relacionadas com a crise da COVID-19 e a recuperação, em alguns países, os governos adotaram novas medidas de estímulo<sup>5</sup>.

**No que respeita à orientação orçamental da área do euro corrigida das subvenções ao abrigo do NGEU, projeta-se que seja expansionista em 2021, passe a ser consideravelmente mais restritiva em 2022 e permaneça, em geral, neutra em 2023.** Após a forte expansão em 2020, a orientação orçamental – corrigida do impacto das subvenções ao abrigo do NGEU no lado das receitas – mantém-se expansionista em 2021. O estímulo orçamental em 2021, tal como medido pela orientação orçamental, é maior do que o implícito nas medidas relacionadas com a crise da COVID-19 e a recuperação, sobretudo devido a diferenças metodológicas e a medidas não diretamente associadas à crise, incluindo um crescimento mais forte das despesas estruturais. Tendo em conta a natureza temporária das medidas de emergência adotadas em 2021 e o esperado desvanecimento gradual da pandemia, projeta-se que a orientação orçamental passe a ser consideravelmente mais restritiva em 2022 e permaneça, em geral, neutra em 2023. Em comparação com as projeções de junho de 2021, a orientação

<sup>5</sup> Os anúncios públicos sobre apoio orçamental relacionado com as recentes inundações e outros fenómenos meteorológicos extremos não foram incluídos, exceto em alguns casos limitados, na projeção de referência, porque as medidas ainda não foram suficientemente especificadas.

orçamental tornou-se um pouco menos restritiva em 2021 e apresenta-se mais restritiva no resto do horizonte de projeção, especialmente em 2022.

**Projeta-se que défice orçamental da área do euro diminua ligeiramente em 2021 e de modo mais forte a partir de 2022, sendo as perspetivas orçamentais melhores em comparação com as projeções de junho de 2021.** A diminuição do défice orçamental em 2021 reflete a melhoria da componente cíclica e os menores pagamentos de juros, que mais do que compensam as medidas de estímulo adicional não abrangidas pelas subvenções ao abrigo do NGEU. A melhoria considerável do saldo orçamental em 2022 resulta principalmente da reversão das medidas de estímulo em resposta à crise da COVID-19 e de uma componente cíclica muito mais favorável. Em 2023, com uma orientação orçamental, em geral, neutra e melhores condições cíclicas, projeta-se que o saldo orçamental agregado continue a aumentar, situando-se imediatamente abaixo de -2% do PIB. Projeta-se que os pagamentos de juros continuem a diminuir ao longo do horizonte de projeção, atingindo 1,0% do PIB em 2023. Após o aumento acentuado em 2020, espera-se que a dívida pública agregada da área do euro atinja um valor máximo em torno de 99% do PIB em 2021. A descida subsequente deve-se sobretudo a diferenciais favoráveis entre taxa de juro e taxa de crescimento, mas também a ajustamentos défice-dívida, que mais do que compensam os défices primários persistentes, embora em diminuição. As perspetivas orçamentais melhoraram em comparação com as projeções de junho de 2021. As trajetórias do défice orçamental e da dívida da área do euro foram revistas em baixa para o conjunto do horizonte de projeção, devido à melhoria da componente cíclica e aos menores pagamentos de juros. O défice orçamental e a dívida em 2023 permanecem significativamente acima do nível de 2019 anterior à crise, sobretudo em resultado de um rácio de despesa mais elevado.

## 3 Preços e custos

**Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC continue a aumentar até ao final do ano, diminua no primeiro semestre de 2022 e registe subsequentemente um fortalecimento gradual (gráfico 3).** Segundo as projeções, a inflação global será, em média, de 2,2% em 2021, atingindo um máximo de 3,1% no quarto trimestre de 2021, diminuindo depois para, em média, 1,7% em 2022 e 1,5% em 2023. A subida abrupta da inflação global em 2021 reflete efeitos em sentido ascendente resultantes de fatores, em grande medida, temporários, como o aumento da taxa de inflação dos preços dos produtos energéticos, devido a fortes efeitos de base, e a inversão do corte da taxa do IVA na Alemanha. Aumentos dos custos de produção relacionados com perturbações da oferta e efeitos pontuais de reabertura sobre os preços dos serviços – com a flexibilização no verão das restrições associadas à COVID-19 – contribuíram para a pressão em sentido ascendente sobre a inflação. A alteração das ponderações do IHPC implica alguma volatilidade no perfil da inflação em 2021, mas espera-se que, em média ao longo do ano, tenha apenas um impacto reduzido em sentido descendente na inflação medida pelo IHPC. Estes fatores temporários deverão desvanecer-se gradualmente a partir do início de 2022. Além disso, um novo efeito de base em sentido descendente resultante do aumento súbito da inflação em julho de 2021 reduz a inflação homóloga no terceiro trimestre de 2022. Subsequentemente, espera-se que a inflação medida pelo IHPC suba de forma gradual ao longo do resto do horizonte de projeção, apoiada pela recuperação económica prevista. Tal reflete-se num fortalecimento da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares durante o horizonte de projeção. Numa análise para além do aumento temporário da inflação em 2021, no médio prazo, uma combinação de pressões em sentido ascendente cada vez maiores, mas ainda moderadas, sobre os preços, geradas pela recuperação da procura, e de efeitos indiretos de anteriores subidas dos preços das matérias-primas, incluindo do petróleo, deverá compensar uma redução das pressões em sentido ascendente sobre os preços, provocadas por efeitos do lado da oferta relacionados com a pandemia. Considera-se que a intensificação 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 na segunda parte do horizonte de projeção. Espera-se também que a inflação dos preços dos produtos alimentares medida pelo IHPC suba de modo gradual. A intensificação moderada das pressões em sentido ascendente sobre a inflação global geradas por estas duas componentes do IHPC é ligeiramente compensada, em 2022 e 2023, pelas esperadas descidas da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC relacionadas com o perfil descendente da curva de preços dos futuros do petróleo.

**Os custos unitários do trabalho deverão diminuir em 2021 e 2022, impulsionados por flutuações relacionadas com os regimes de manutenção de postos de trabalho, aumentando depois 1,4% em 2023.** Projeta-se que, após os fortes aumentos em 2020, devido à perda acentuada de produtividade do trabalho,



os custos unitários do trabalho diminuíam em virtude da recuperação da produtividade do trabalho em 2021 e 2022, mas aumentem de modo gradual até 2023. Tanto a produtividade do trabalho como o crescimento da remuneração por trabalhador registaram grandes oscilações, devido aos regimes de manutenção de postos de trabalho para salvaguarda do emprego. Tal reduziu a taxa de crescimento anual da remuneração por trabalhador em 2020 e provocou uma recuperação subsequente no primeiro semestre de 2021. À medida que os mercados de trabalho forem recuperando ao longo do horizonte de projeção e o impacto dos regimes de manutenção de postos de trabalho se vá desvanecendo, a evolução da remuneração por trabalhador deverá estabilizar, com o crescimento anual em 2023 a situar-se em 2,5%, ou seja, ligeiramente acima das taxas observadas antes da pandemia. Tal reflete sobretudo a melhoria do mercado de trabalho no horizonte de projeção. O projetado forte aumento da inflação global na área do euro no segundo semestre de 2021 não deverá gerar efeitos de segunda ordem significativos sobre o crescimento dos salários a médio prazo.

### 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 que o cálculo normal dos intervalos (com base em erros de projeção históricos) não captaria a elevada incerteza relacionada com a pandemia de COVID-19. Em contrapartida, são apresentados, na caixa 4, 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 petrolíferas e refletir as pressões externas moderadas sobre os preços na parte final do horizonte de projeção.** A taxa de crescimento anual do deflator das importações deverá passar de -2,5% em 2020 para 5,4% em 2021 – refletindo sobretudo subidas dos preços do petróleo e das matérias-primas não petrolíferas, mas também aumentos de outros custos de produção, que estão relacionados com uma escassez de oferta e a depreciação do euro – e apresentar subsequentemente uma moderação, atingindo 0,8% em 2023. Além de se pressupor que ocorrerão algumas descidas dos preços do petróleo, espera-se que a dinâmica dos preços mundiais, mais em geral, permaneça moderada durante o horizonte de projeção e contribua para as perspetivas moderadas quanto às pressões externas sobre os preços.

**Em comparação com as projeções de junho de 2021, a projeção para a inflação medida pelo IHPC foi objeto de uma revisão em alta de 0,3 pontos percentuais para 2021, 0,2 pontos percentuais para 2022 e 0,1 pontos percentuais para 2023.** As revisões em alta dizem respeito ao IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos no conjunto do horizonte de projeção e à componente de preços dos produtos energéticos, sobretudo em 2021 e 2022, permanecendo a componente de preços dos produtos alimentares praticamente inalterada. Estas revisões refletem uma série de elementos: as recentes surpresas em termos de dados positivos, algumas pressões em sentido ascendente resultantes de perturbações mais persistentes do lado da oferta, a melhoria das perspetivas quanto à procura, a depreciação da taxa de câmbio do euro e revisões em alta dos pressupostos técnicos relativos aos preços do petróleo (caixa 1).

### Caixa 3

#### Previsões de outras instituições

**Estão disponíveis várias previsões para a área do euro elaboradas por organizações internacionais e instituições do setor privado.** Todavia, essas previsões não são rigorosamente comparáveis entre si ou com as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE, dado que foram concluídas em momentos distintos. É também provável que se baseiem em diferentes pressupostos sobre a evolução futura da pandemia de COVID-19. Além disso, aplicam 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 |
| <b>Projeções dos especialistas do BCE</b>                               | Setembro de 2021   | -6,5                    | 5,0  | 4,6  | 2,1  | 0,3                       | 2,2  | 1,7  | 1,5  |
| <b>Barómetro da Zona Euro</b>   | Agosto de 2021     | -6,4                    | 4,6  | 4,4  | 2,1  | 0,3                       | 1,9  | 1,4  | 1,5  |
| <b>Consensus Economics</b>  | Agosto de 2021     | –                       | 4,8  | 4,4  | 2,2  | –                         | 2,1  | 1,5  | 1,5  |
| <b>Fundo Monetário Internacional (FMI)</b>                              | Julho de 2021      | -6,5                    | 4,6  | 4,3  | 1,9  | –                         | 1,8  | 1,3  | 1,4  |
| <b>Inquérito a analistas profissionais</b>                              | Julho de 2021      | –                       | 4,7  | 4,6  | 2,1  | –                         | 1,9  | 1,5  | 1,5  |
| <b>Comissão Europeia</b>  | Julho de 2021      | -6,5                    | 4,8  | 4,5  | –    | 0,3                       | 1,9  | 1,4  | –    |
| <b>Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económicos (OCDE)</b> | Mai de 2021        | -6,7                    | 4,3  | 4,4  | –    | 0,3                       | 1,8  | 1,3  | –    |

Fontes: Barómetro da Zona Euro da MJEconomics, de 19 de agosto de 2021, sendo os dados para 2023 retirados do inquérito de julho de 2021; previsões da Consensus Economics, de 12 de agosto de 2021, sendo os dados para 2023 retirados do inquérito de julho de 2021; *World Economic Outlook* do FMI, de 27 de julho de 2021, sendo os dados para 2023 retirados da edição de abril de 2021; inquérito do BCE a analistas profissionais relativo ao terceiro trimestre de 2021, realizado entre 30 de junho e 5 de julho; previsões económicas intercalares do verão de 2021 da Comissão Europeia; *Economic Outlook* n.º 109 da OCDE, de maio de 2021.

Notas: As projeções macroeconómicas dos especialistas do BCE 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 que o cálculo normal dos intervalos (com base em erros de projeção históricos) não captaria a elevada incerteza relacionada com a pandemia de COVID-19. Em contrapartida, são apresentados, na caixa 4, 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.

**As projeções de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE são mais elevadas do que as dos outros analistas, tanto para o crescimento como para a inflação na parte inicial do horizonte, estando globalmente em consonância para 2023.** Nas previsões de outras instituições e analistas do setor privado, o PIB real em 2021 deverá situar-se em 4,3%, segundo a previsão (agora ligeiramente desatualizada) da OCDE, e em 4,8%, no caso da Comissão Europeia e da Consensus Economics. As projeções dos especialistas do BCE encontram-se ligeiramente acima deste intervalo, ao indicarem 5,0%, o que pode estar relacionado, em parte, com a sua data mais tardia de fecho da informação, que permitiu ter em conta a estimativa provisória do PIB no segundo trimestre de 2021. Relativamente a 2022 e 2023, a projeção de setembro situa-se num intervalo mais estreito de previsões. No que diz respeito à inflação, a projeção dos especialistas do BCE é ligeiramente superior para 2021 e 2022, devido sobretudo à esperada inflação mais elevada das componentes mais voláteis, enquanto para 2023 está totalmente em conformidade com o previsto pela maioria dos restantes analistas.

---

#### **Caixa 4**

Cenários alternativos para as perspetivas económicas da área do euro

---

**Tendo em conta a persistente incerteza quanto à evolução futura da pandemia de COVID-19 e aos seus efeitos económicos, esta caixa apresenta dois cenários alternativos às projeções de setembro de 2021.** Estes cenários ilustram uma série de impactos plausíveis da pandemia de COVID-19 na economia da área do euro.

**O cenário moderado prevê uma resolução da crise sanitária até ao final de 2021 e uma forte recuperação da atividade económica, ao passo que o cenário grave pressupõe uma crise sanitária prolongada até meados de 2023 e perdas permanentes de produto.** Em comparação com a projeção de referência, o cenário moderado considera uma maior eficácia das vacinas, também face a novas variantes do vírus, e uma maior aceitação pública das mesmas, ocorrendo apenas um ligeiro aumento das infeções ao longo do tempo. Tal permitiria uma flexibilização mais rápida das medidas de contenção e a sua descontinuação progressiva até finais de 2021, gerando igualmente custos económicos mais limitados e induzindo fortes efeitos positivos sobre a confiança<sup>6</sup>. Em contraste, o cenário grave considera um ressurgimento da pandemia nos próximos meses, com a propagação de variantes do vírus mais infecciosas, implicando também uma redução da eficácia das vacinas e uma nova intensificação das medidas de contenção, reduzindo a atividade<sup>7</sup>. Em comparação com a projeção de referência, o cenário grave contempla mais marcas deixadas na economia, amplificadas por um número acrescido de insolvências e por uma deterioração da qualidade creditícia dos mutuários, que afeta negativamente as perdas esperadas e as despesas de capital dos bancos e, por conseguinte, a oferta de crédito ao setor privado. Simultaneamente, mesmo no cenário grave, parte-se do pressuposto de que as políticas monetária, orçamental e prudencial contêm os efeitos significativos de amplificação financeira. Os cenários relativos à economia mundial têm subjacentes narrativas, em geral, semelhantes,

---

<sup>6</sup> Na projeção de referência, pressupõe-se que ocorra um levantamento total das medidas de contenção no início de 2022.

<sup>7</sup> Atendendo às dificuldades em prever o momento de novas intensificações da pandemia, o cenário tem em conta a possibilidade de um ressurgimento do vírus mais além de inícios de 2022, sendo os efeitos económicos distribuídos ao longo do período até a crise sanitária ser ultrapassada.

embora, no cenário grave, se pressuponha uma deterioração mais forte nas economias emergentes (em parte devido a taxas de vacinação mais baixas) do que nas economias avançadas. A procura externa da área do euro no final de 2023 situa-se cerca de 13% acima do seu nível anterior à crise no cenário moderado e cerca de 5% acima no cenário grave, em comparação com 10% na projeção de referência.

## Cenários macroeconómicos alternativos para a área do euro

(variação anual, em percentagem; percentagem da população ativa)

|                                  | Projeções de setembro de 2021 |      |      |      |                        |      |      |      |               |      |      |      |
|----------------------------------|-------------------------------|------|------|------|------------------------|------|------|------|---------------|------|------|------|
|                                  | Cenário moderado              |      |      |      | Projeção de referência |      |      |      | Cenário grave |      |      |      |
|                                  | 2020                          | 2021 | 2022 | 2023 | 2020                   | 2021 | 2022 | 2023 | 2020          | 2021 | 2022 | 2023 |
| <b>PIB real</b>                  | -6,5                          | 5,8  | 5,7  | 1,9  | -6,5                   | 5,0  | 4,6  | 2,1  | -6,5          | 4,1  | 2,2  | 2,3  |
| <b>Inflação medida pelo IHPC</b> | 0,3                           | 2,2  | 1,8  | 1,7  | 0,3                    | 2,2  | 1,7  | 1,5  | 0,3           | 2,2  | 1,5  | 1,2  |
| <b>Taxa de desemprego</b>        | 7,9                           | 7,8  | 7,2  | 6,8  | 7,9                    | 7,9  | 7,7  | 7,3  | 7,9           | 8,1  | 8,7  | 8,4  |

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.

**O PIB real da área do euro recuperaria fortemente no cenário moderado, regressando ao seu nível anterior à crise já no terceiro trimestre de 2021, ao passo que, no cenário grave, atingiria esse nível só em finais de 2022 (gráfico A).** O cenário moderado aponta para uma retoma assinalável no segundo semestre de 2021, apoiada por fortes efeitos positivos sobre a confiança. Estes, aliados à recuperação mais forte do que o esperado da atividade nos serviços com um elevado grau de contacto, induzem um aumento mais forte do consumo, um decréscimo mais pronunciado do rácio de poupança e uma diminuição mais acentuada do desemprego em comparação com a projeção de referência. Consequentemente, em inícios de 2022, a atividade económica situar-se-ia acima da trajetória considerada nas projeções de dezembro de 2019, anteriores à crise. No cenário grave, a atividade económica apresentaria uma expansão moderada no terceiro trimestre de 2021 e diminuiria no quarto trimestre, a par da nova intensificação das medidas de contenção. O crescimento económico no cenário grave terá um desempenho inferior ao subjacente à projeção de referência até finais de 2022. Tal deve-se ao levantamento mais gradual das medidas de contenção, agravado por uma incerteza significativa e por mecanismos de amplificação financeira adversos. Não obstante as famílias permaneçam cautelosas, mantendo um elevado rácio de poupança, o desemprego persistentemente elevado destaca o risco do mercado de trabalho, visto que as vulnerabilidades e insolvências de empresas intensificam a necessidade de reafetação da mão de obra. Projeta-se um crescimento um pouco mais elevado no cenário grave do que na projeção de referência a partir do final de 2022, dado o significativo potencial de recuperação e a adaptação bem-sucedida ao novo enquadramento.

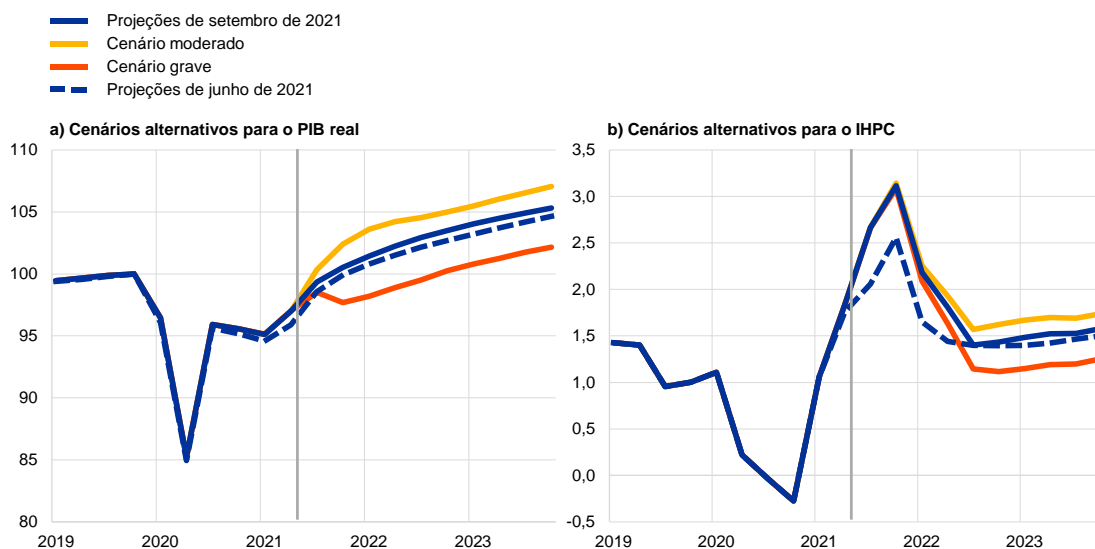
**Apesar de, no curto prazo, ser quase idêntica em ambos os cenários, a inflação medida pelo IHPC diminuiria para 1,7% e 1,2% em 2023, respetivamente nos cenários moderado e grave.**

Tal reflete o facto de os principais fatores impulsionadores da subida da inflação no curto prazo também serem aplicáveis em ambos os cenários, ao passo que, no médio prazo, a variação do IHPC entre os cenários reflete sobretudo as diferentes condições económicas reais e, em particular, a significativamente maior margem disponível no cenário grave.

## Gráfico A

### 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 anual, em percentagem (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.

**Os cenários assentam, em geral, em simulações com base em modelos epidemiológicos que consideram a incerteza em relação às variantes do vírus, à eficácia das vacinas e aos riscos de reinfeção.** O modelo BCE-BASIR<sup>8</sup> é uma extensão do modelo BCE-BASE<sup>9</sup>, que aborda características específicas da crise da COVID-19, combinando um modelo epidemiológico baseado num quadro-padronizado – parâmetro SIR (suscetível, infetado, recuperado) – com um modelo macroeconómico de grande escala semiestrutural. Na gama de resultados pandémicos gerados pelo modelo BCE-BASIR utilizado para verificação cruzada dos cenários, o cenário grave caracteriza-se por taxas de infeção mais elevadas, menor eficácia das vacinas e um maior risco de reinfeção, ao passo que o cenário moderado se caracteriza pelo inverso, ou seja, taxas de infeção mais baixas, maior eficácia das vacinas e menor risco de reinfeção (gráfico B). De acordo com o modelo BCE-BASIR, as características mais adversas da nova variante do vírus pressupostas no cenário grave resultam numa menor proporção da população efetivamente protegida. Tal leva a um forte ressurgimento de infeções e hospitalizações e requer medidas de contenção mais rigorosas, com um impacto mais forte na mobilidade e, por conseguinte, na atividade económica. Em contrapartida, de acordo com os resultados do modelo, a evolução epidemiológica mais benigna subjacente ao cenário moderado implica uma rápida flexibilização das medidas de contenção e quase nenhum impacto remanescente na mobilidade no final de 2021.

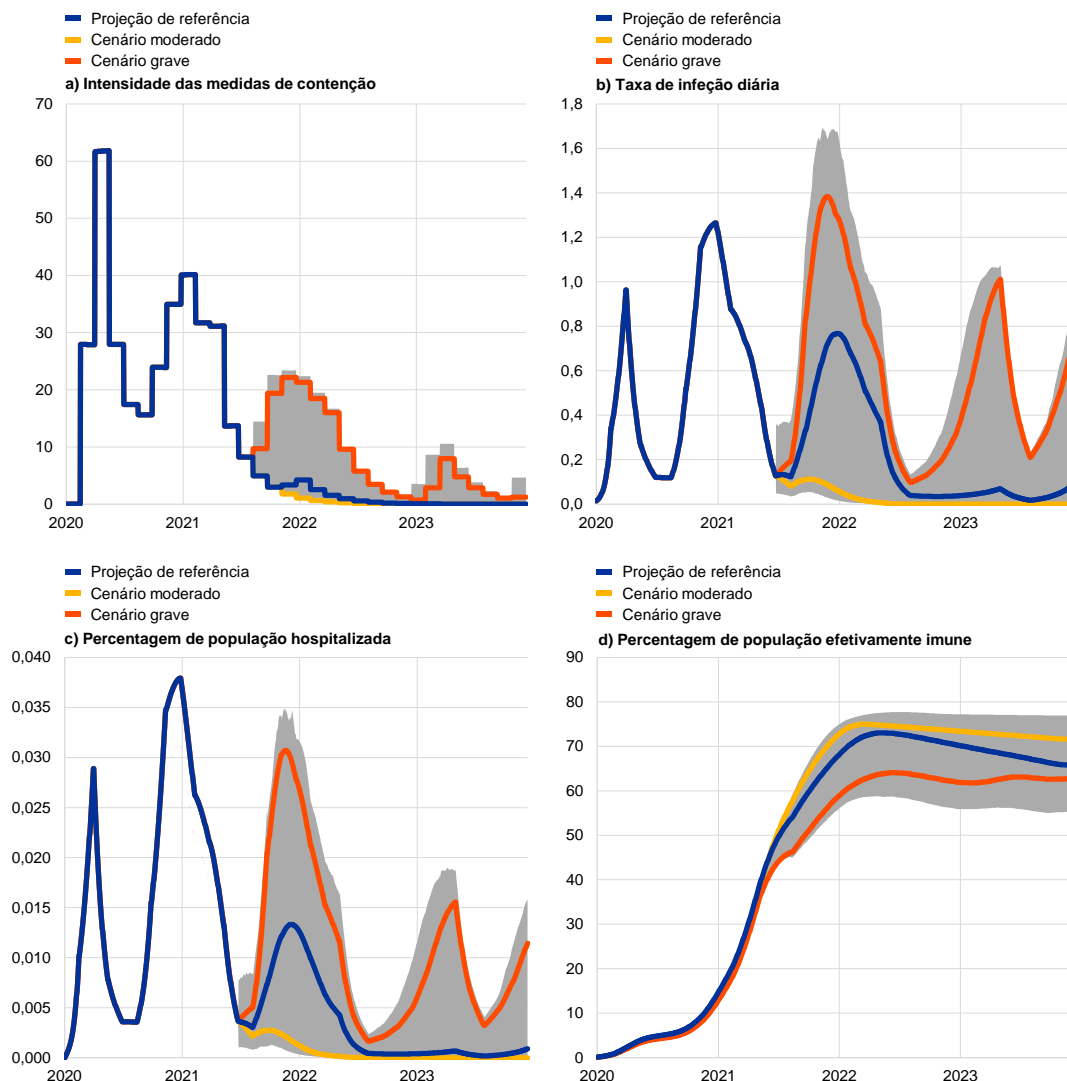
<sup>8</sup> Ver Angelini, E., Damjanović, M., Darracq Pariès, M. e Zimic, S., "ECB-BASIR: a primer on the macroeconomic implications of the COVID-19 pandemic", *Série de Documentos de Trabalho do BCE*, n.º 2431, junho de 2020.

<sup>9</sup> Ver Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. e Zimic, S., "Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area", *Série de Documentos de Trabalho do BCE*, n.º 2315, setembro de 2019.

## Gráfico B

### Simulações da pandemia com base no modelo BCE-BASIR

(índice, máximo = 100 (painel superior esquerdo) e percentagem da população nos restantes painéis)



Fontes: Relatórios de mobilidade divulgados pela Google, Centro Europeu de Prevenção e Controlo de Doenças e cálculos do BCE.

Notas: As áreas a cinzento representam o intervalo de confiança de 90%. A distribuição é obtida através de simulações aleatórias, considerando a incerteza sobre: i) a taxa de vacinação U-[0,3%-0,7%], tendo a projeção de referência subjacente um pressuposto de 50%; ii) a eficácia da vacinação U-[40%-80%], tendo a projeção de referência subjacente um pressuposto de 60%, e a incerteza quanto a reinfeções U-[0%-4%], partindo a projeção de referência do pressuposto de uma taxa de reinfeção de 2%; iii) o aumento da taxa de infeção, devido à nova variante do vírus N-(60%, 16%); iv) a incerteza do parâmetro SIR; v) a incerteza N-(52%, 10%) acerca dos efeitos de aprendizagem (atenuação dos efeitos macroeconómicos das medidas de contenção); e vi) a incerteza histórica captada nos valores residuais. A intensidade das medidas de contenção é estimada pelos especialistas do BCE face a dados históricos, com base em dados sobre a mobilidade divulgados pela Google.

## 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 visa avaliar as implicações das trajetórias alternativas dos preços do petróleo.** Os pressupostos técnicos para a evolução dos preços do petróleo baseiam-se nos futuros do petróleo, sendo as taxas de câmbio mantidas constantes 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 16 de agosto de 2021, a data de fecho da informação para os pressupostos técnicos. Esta trajetória implica uma diminuição gradual do preço do petróleo para 47,9 dólares dos Estados Unidos por barril em 2023, valor que é cerca de 25% 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 0,1 pontos percentuais em 2021, 0,5 pontos percentuais em 2022 e 0,4 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 80,8 dólares dos Estados Unidos por barril em 2023, valor que é um pouco mais de 25% superior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. Esta trajetória teria os mesmos efeitos na inflação e no crescimento que a do percentil 25, mas com sinais opostos.

© Banco Central Europeu, 2021

Endereço postal 60640 Frankfurt am Main, Alemanha  
Telefone +49 69 1344 0  
Sítio Web [www.ecb.europa.eu](http://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).

PDF ISSN 2529-4571, QB-CE-21-002-PT-N  
HTML ISSN 2529-4571, QB-CE-21-002-PT-Q