



**BANCO CENTRAL EUROPEU**  
EUROSISTEMA

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

**Dezembro de 2021**



# Índice

<b>Síntese</b>	<b>2</b>
<b>1 Economia real</b>	<b>4</b>
<b>Caixa 1</b> Pressupostos técnicos sobre taxas de juro, preços das matérias-primas e taxas de câmbio	9
<b>Caixa 2</b> Enquadramento internacional	11
<b>2 Perspetivas orçamentais</b>	<b>14</b>
<b>3 Preços e custos</b>	<b>16</b>
<b>Caixa 3</b> Evolução dos preços das matérias-primas energéticas e implicações para as projeções relativas à componente de preços dos produtos energéticos do IHPC	19
<b>Caixa 4</b> Previsões de outras instituições	23
<b>Caixa 5</b> Cenários alternativos para as perspetivas económicas da área do euro	24
<b>Caixa 6</b> Análise de sensibilidade	27

# Síntese

*Projeta-se que o crescimento económico permaneça forte nos próximos três anos, apesar de alguns fatores adversos no curto prazo<sup>1</sup>. O aumento acentuado das taxas de infeção por coronavírus (COVID-19) em vários países da área do euro levou a uma renovação das restrições e a uma incerteza acrescida quanto à duração da pandemia. O surgimento da variante Ómicron adensou esta incerteza<sup>2</sup>. Além disso, os estrangulamentos da oferta intensificaram-se e espera-se agora que durem mais tempo, dissipando-se apenas de forma gradual a partir do segundo trimestre de 2022 e desaparecendo completamente em 2023. Espera-se agora que o produto interno bruto (PIB) real ultrapasse o seu nível anterior à crise no primeiro trimestre de 2022 (um trimestre mais tarde do que o avançado nas projeções de setembro de 2021). No entanto, com o abrandamento das limitações da oferta a nível mundial, a diminuição das restrições relacionadas com a pandemia e da incerteza associada e a descida da inflação de níveis elevados, o crescimento deverá recuperar dinamismo a partir de meados de 2022, não obstante uma orientação orçamental menos favorável e expectativas de taxas de juro de mercado mais elevadas. O consumo privado continuará a ser o principal fator impulsionador do crescimento económico, beneficiando de uma recuperação do rendimento disponível real, de alguma reversão da poupança acumulada e de um mercado de trabalho robusto, situando-se a taxa de desemprego, no final do horizonte de projeção, abaixo da observada em qualquer momento desde o estabelecimento da área do euro em 1999. Em comparação com as projeções de setembro de 2021, a intensificação dos estrangulamentos da oferta a nível mundial e as restrições mais rigorosas relacionadas com a pandemia conduziram a uma revisão em baixa do crescimento no curto prazo. Ao mesmo tempo, a dissipação gradual destes fatores adversos deverá apoiar uma retoma mais forte a partir do segundo trimestre de 2022, levando a que o PIB real suba e, no final de 2022, se situe acima do nível indicado nas projeções de setembro de 2021, com efeitos de repercussão que resultam numa revisão significativa em alta do crescimento anual em 2023.*

*Espera-se que a inflação seja mais elevada durante mais tempo, mas desça ligeiramente para um nível abaixo de 2% até ao final de 2022 e se situe em 1,8% em 2023 e 2024. As pressões sobre os preços registaram um aumento considerável nos últimos meses e a inflação terá atingido o seu nível máximo no quarto trimestre*

---

<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 25 de novembro de 2021 (caixa 1). As projeções macroeconómicas para a área do euro foram concluídas em 1 de dezembro de 2021. O atual exercício de projeção abrange o período de 2021 a 2024. 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>.

<sup>2</sup> Dada a incerteza muito elevada em torno das principais características epidemiológicas da nova variante Ómicron, as projeções incluem apenas o impacto das medidas de contenção tomadas ou anunciadas até à data em que as projeções foram finalizadas.

de 2021. Embora significativamente mais fortes do que antes esperado, considera-se que estas pressões são sobretudo temporárias, refletindo uma subida acentuada dos preços dos produtos energéticos e desfasamentos externos e internos entre a oferta e a procura perante a reabertura das economias. A inflação dos preços dos produtos energéticos deverá manter-se, em média, elevada em 2022, mas registar uma moderação pronunciada ao longo do ano, sendo os efeitos de base em sentido descendente reforçados pela pressuposta descida dos preços do petróleo, do gás e da eletricidade. Em 2023 e 2024, o contributo da componente de preços dos produtos energéticos para a inflação deverá ser reduzido. Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares diminua no decurso de 2022, face ao abrandamento progressivo dos estrangulamentos da oferta. Subsequentemente, espera-se que aumente de forma gradual – permanecendo, porém, abaixo de 2% – com a continuação da recuperação económica, a absorção da margem disponível na economia e o aumento dos custos do trabalho, sendo este também apoiado por expectativas de inflação mais elevadas. Em comparação com as projeções de setembro de 2021, a inflação global foi fortemente revista em alta, em especial no que respeita a 2022. Tal reflete surpresas recentes em termos de dados, maiores efeitos diretos e indiretos em sentido ascendente decorrentes dos preços mais elevados das matérias-primas energéticas, uma depreciação da taxa de câmbio do euro, pressões em sentido ascendente mais persistentes resultantes de perturbações da oferta e um crescimento robusto dos salários.

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

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2021					Setembro de 2021		
	2020	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023
<b>PIB real</b>	-6,5	5,1	4,2	2,9	1,6	5,0	4,6	2,1
<b>IHPC</b>	0,3	2,6	3,2	1,8	1,8	2,2	1,7	1,5

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 crescimento real do PIB manteve-se forte no terceiro trimestre de 2021 e próximo da taxa avançada nas projeções de setembro de 2021.** A recuperação em curso do crescimento foi impulsionada sobretudo pela procura interna, nomeadamente no que se refere aos serviços de consumo, em resultado das elevadas taxas de vacinação, da associada redução do medo de infeções e da flexibilização das restrições relacionadas com a pandemia. Foi também impulsionada por um aumento do rendimento disponível real e por uma diminuição substancial do rácio de poupança. No terceiro trimestre, o crescimento impulsionado pelos serviços mais do que compensou a importância crescente dos estrangulamentos da oferta como um fator que condiciona a atividade industrial.

## Gráfico 1

### Crescimento do PIB real da área do euro

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



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

### **O crescimento real do PIB deverá ser fraco no curto prazo, perante o aumento das restrições relacionadas com a pandemia e a intensificação dos estrangulamentos da oferta (gráfico 1).**

A renovada intensificação da pandemia de COVID-19 levou a um reforço das restrições desde o início do quarto trimestre de 2021 e a uma redução da mobilidade nos últimos meses. Espera-se que estas restrições mais rigorosas sejam mantidas em torno da viragem do ano. A mobilidade deverá regressar gradualmente a níveis anteriores à pandemia a partir do segundo trimestre de 2022, dado esperar-se que a pandemia abrande na área do euro.

A moderação significativa do crescimento económico em torno da viragem do ano é confirmada pelas divulgações de dados e pelos dados de inquéritos disponíveis.

Por exemplo, as vendas a retalho em outubro situaram-se apenas 0,2% acima do seu nível no terceiro trimestre e o Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto situou-se, em média, em outubro e novembro, claramente abaixo do seu nível médio no terceiro trimestre. Ao mesmo tempo, os

estrangulamentos da oferta na indústria transformadora permaneceram graves até novembro, com um prolongamento constante dos prazos de entrega dos fornecedores, tal como indicado pelo respetivo índice do IGC. O crescimento real do PIB foi, por conseguinte, objeto de uma acentuada revisão em baixa para o último trimestre de 2021 e o primeiro trimestre de 2022. Tal reflete as restrições mais rigorosas relacionadas com a pandemia, em comparação com o pressuposto nas projeções de setembro de 2021, devido à propagação da variante Delta em muitos países e, em menor grau, as preocupações com a variante Ómicron, bem como aos fatores adversos mais fortes decorrentes dos estrangulamentos da oferta.

**Os estrangulamentos da oferta a nível mundial limitaram significativamente a produção industrial na área do euro e o comércio de bens no decurso de 2021, esperando-se que durem mais tempo**<sup>3</sup>. Com o fortalecimento da recuperação económica na primavera e no verão de 2021, as perturbações nos transportes internacionais e a escassez de fatores de produção impediram as empresas da área do euro de aumentar a sua produção em consonância com o rápido crescimento da procura de bens transformados. O desequilíbrio a nível mundial decorrente de uma procura forte e de uma escassez de oferta intensificou-se mais do que o anteriormente pressuposto, afetando mais países e setores (ver também a caixa 2). Os países com uma maior percentagem de setores mais integrados nas cadeias de valor mundiais tendem a ser mais afetados pela escassez de materiais e de equipamentos. Os estrangulamentos da oferta deverão agora durar mais tempo do que o pressuposto nas projeções de setembro, dissipando-se apenas gradualmente a partir do segundo trimestre de 2022 e desaparecendo por completo em 2023. Tal está em conformidade com os dados de inquérito recentes, os quais sugerem que o impacto dos estrangulamentos da oferta poderá durar até 2022.

**Projeta-se que, após a fraqueza de curto prazo, o crescimento registe um aumento forte a partir do segundo trimestre de 2022, abrandando posteriormente, em 2023 e 2024, no sentido de taxas médias históricas.**

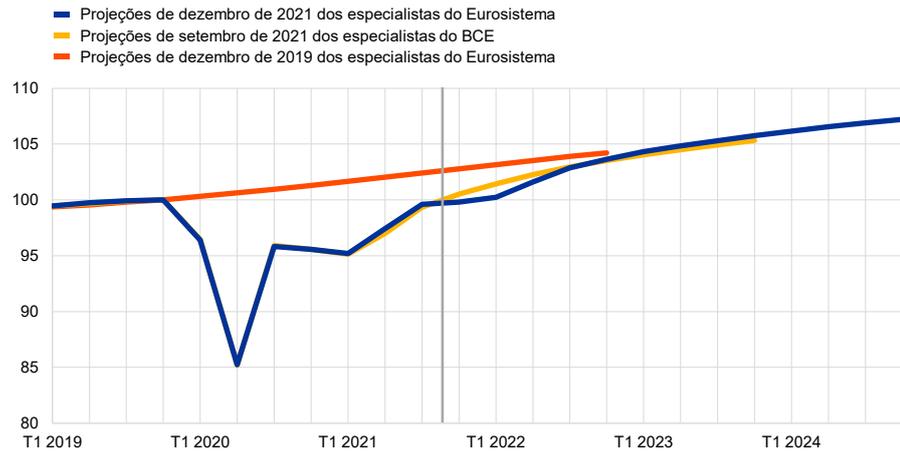
A esperada retoma para além do curto prazo assenta no pressuposto de uma resolução gradual da pandemia de COVID-19 e de uma diminuição do seu impacto económico, que reduziria a incerteza associada e reforçaria a confiança. Além disso, baseia-se num desvanecimento gradual dos estrangulamentos da oferta a partir do segundo trimestre de 2022, na continuação de condições de financiamento favoráveis, em alguma reversão do elevado nível de poupança acumulada e na recuperação mundial em curso. Em 2023 e 2024, o crescimento real do PIB deverá regressar a taxas mais moderadas. Embora se espere que o instrumento de recuperação da União Europeia designado “Next Generation EU” (NGEU) impulse o investimento em alguns países, projeta-se que o contributo de outras políticas orçamentais diminua em comparação com 2021, apesar de ser um pouco mais forte do que o avançado nas projeções de setembro de 2021. O PIB real deverá ultrapassar o seu nível anterior à crise no primeiro trimestre de 2022 – um trimestre mais tarde do que o indicado nas projeções de setembro de 2021. Todavia, a revisão em alta do crescimento a partir do segundo trimestre de 2022 resulta num

<sup>3</sup> Ver “[Impacto dos estrangulamentos do lado da oferta sobre o comércio](#)”, *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2021, e “Sources of supply chain disruptions and their impact on euro area manufacturing”, *Boletim Económico*, Número 8, BCE, a publicar em breve.

aumento do nível do PIB até ao final de 2022 superior ao avançado no exercício de setembro e apenas ligeiramente inferior ao nível indicado nas projeções anteriores à crise (gráfico 2).

## 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 atual horizonte de projeção.

## Quadro 1

### Projeções macroeconómicas para a área do euro

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2021					Setembro de 2021		
	2020	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023
<b>PIB real</b>	-6,5	5,1	4,2	2,9	1,6	5,0	4,6	2,1
<b>Consumo privado</b>	-8,0	3,3	5,9	2,8	1,0	3,6	7,0	2,0
<b>Consumo público</b>	1,2	3,9	0,2	0,5	1,3	3,4	-1,2	0,9
<b>Formação bruta de capital fixo</b>	-7,4	3,7	3,9	4,3	2,4	7,2	5,3	3,0
<b>Exportações<sup>1)</sup></b>	-9,5	9,3	6,4	6,4	3,1	8,9	6,7	4,0
<b>Importações<sup>1)</sup></b>	-9,4	7,0	6,1	6,4	2,9	9,0	7,0	3,8
<b>Emprego</b>	-1,5	1,1	1,3	1,0	0,6	0,5	1,2	1,0
<b>Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)</b>	7,9	7,7	7,3	6,9	6,6	7,9	7,7	7,3
<b>IHPC</b>	0,3	2,6	3,2	1,8	1,8	2,2	1,7	1,5
<b>IHPC excluindo produtos energéticos</b>	1,0	1,5	2,1	1,9	1,9	1,3	1,5	1,6
<b>IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares</b>	0,7	1,4	1,9	1,7	1,8	1,3	1,4	1,5
<b>IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos<sup>2)</sup></b>	0,8	1,3	1,9	1,7	1,8	1,2	1,4	1,5
<b>Custos unitários do trabalho</b>	4,7	0,3	0,9	1,0	1,9	-1,0	-0,4	1,4
<b>Remuneração por trabalhador</b>	-0,7	4,2	3,8	2,9	2,9	3,5	2,9	2,5
<b>Produtividade do trabalho</b>	-5,1	3,9	2,9	1,9	1,0	4,5	3,4	1,1
<b>Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)</b>	-7,2	-5,9	-3,2	-2,1	-1,8	-7,1	-3,0	-2,1
<b>Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB)<sup>3)</sup></b>	-4,8	-4,0	-2,6	-2,3	-2,1	-5,4	-2,7	-2,5
<b>Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)</b>	97,3	96,6	93,2	90,7	89,7	98,7	95,1	93,6
<b>Orientação orçamental (corrigida de subvenções do NGEU)<sup>4)</sup></b>	-4,2	0,2	1,1	0,3	0,3	-1,1	2,3	0,2
<b>Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)</b>	1,8	2,0	1,8	1,9	2,1	1,8	1,3	1,5

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.

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. Um valor negativo implica uma menor restritividade da orientação orçamental.

**O consumo privado deverá registar um forte crescimento ao longo do horizonte de projeção, não obstante um provável abrandamento no curto prazo.** O consumo privado recuperou mais fortemente do que o esperado no segundo e terceiro trimestres de 2021, mas manteve-se 2,4% abaixo do seu nível anterior à pandemia no terceiro trimestre. A surpresa em sentido ascendente refletiu sobretudo uma descida ligeiramente mais rápida do que o esperado do rácio de poupança das famílias. O rendimento disponível das famílias continuou a ser

sobretudo impulsionado pela remuneração do trabalho, que, em regra, envolve uma propensão marginal para o consumo relativamente elevada. Espera-se que o crescimento do consumo privado diminua de forma acentuada no curto prazo, com a intensificação das restrições relacionadas com a pandemia e os preços altos dos produtos energéticos a pesar sobre o poder de compra das famílias. Numa análise além do curto prazo e tendo em conta a pressuposta continuação da resolução da crise sanitária em 2022, projeta-se que o crescimento do consumo privado registre um fortalecimento significativo no segundo trimestre de 2022 e exceda o seu nível anterior à crise no terceiro trimestre. Este deverá continuar a situar-se acima da trajetória de crescimento do rendimento real em 2023, uma vez que a esperada dissipação da incerteza permitirá alguma reversão da poupança em excesso acumulada. Projeta-se que, em 2024, tanto a dinâmica do consumo como o rácio de poupança estejam próximos dos seus níveis médios históricos.

**Na sequência de uma descida modesta no curto prazo, espera-se que o rendimento disponível real retome a sua trajetória ascendente, apoiado por uma recuperação do rendimento do trabalho.** Após taxas de crescimento positivas no segundo e terceiro trimestres de 2021, é provável que o rendimento disponível real diminua, ainda que modestamente, em torno da viragem do ano, afetado pela forte subida da inflação. Espera-se que aumente depois, refletindo a recuperação do rendimento do trabalho, à medida que a recuperação económica prossegue. Em contraste, após um forte contributo positivo em 2020, as transferências orçamentais líquidas pesarão sobre o crescimento do rendimento a partir de 2021, dada a diminuição do número de pessoas em regimes de manutenção de postos de trabalho e a cessação de outras medidas orçamentais temporárias relacionadas com a pandemia, não obstante novas medidas para compensar o impacto dos preços elevados dos produtos energéticos.

**O rácio de poupança das famílias deverá descer para um nível inferior ao anterior à crise, estabilizando depois perto do final do horizonte de projeção.** Após a sua recente queda acentuada, o rácio de poupança deverá continuar a diminuir ao longo de 2022. Esta queda está a ser impulsionada pela menor poupança forçada, num contexto de taxas de vacinação elevadas e de uma pressuposta flexibilização das restrições relacionadas com a pandemia após o inverno, bem como pela redução da poupança por motivos de precaução, devido à melhoria dos mercados de trabalho e ao desvanecimento gradual da incerteza. Na sequência de uma descida para um nível inferior ao registado antes da crise no decurso de 2022, o rácio de poupança deverá continuar a diminuir até meados de 2023, estabilizando depois próximo da sua média histórica em 2024. O nível temporariamente inferior reflete alguma reversão da poupança em excesso das famílias, acumulada desde o início da pandemia, apoiando um crescimento vigoroso do consumo. Contudo, este efeito é atenuado pela concentração da poupança em excesso em famílias mais abastadas e de mais idade, com uma menor propensão para o consumo<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Ver também a caixa 2, intitulada “Dinâmica do rácio de poupança das famílias e implicações para as perspetivas económicas da área do euro”, nas *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 setembro de 2021, os pressupostos técnicos incluem taxas de juro e 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 25 de novembro de 2021. As taxas de juro de curto prazo referem-se à EURIBOR a três meses, sendo as expectativas do mercado determinadas a partir das taxas dos contratos de futuros. Seguindo esta metodologia, obtém-se para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de -0,5% em 2021 e 2022, de -0,2% em 2023 e de 0% em 2024. 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 0,1% em 2021, aumentando progressivamente durante o horizonte de projeção para 0,6% em 2024<sup>5</sup>. Em comparação com as projeções de setembro de 2021, as expectativas do mercado em relação às taxas de juro de curto prazo são 30 pontos base mais elevadas para 2023, enquanto as expectativas do mercado no tocante às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos da área do euro são ligeiramente mais altas para 2021 e aumentaram cerca de 30 pontos base para 2022 e 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 25 de novembro de 2021. Nesta base, pressupõe-se que o preço do barril de petróleo bruto Brent suba de 71,8 dólares dos Estados Unidos em 2021 para 77,5 dólares em 2022, descendo depois para 69,4 dólares em 2024. Esta trajetória implica que, em comparação com as projeções de setembro de 2021, os preços do petróleo em dólares dos Estados Unidos são mais elevados 15% em 2022 e 13% em 2023. No tocante aos preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas, espera-se que registem um aumento forte em 2021 e mais moderado em 2022, descendo ligeiramente em 2023 e 2024. Pressupõe-se que, com base nos preços dos futuros, as licenças de emissão no âmbito do Sistema de Comércio de Licenças de Emissão da União Europeia (também referido como “Comércio Europeu de Licenças de Emissão” ou “CELE”) se situem em cerca de 75 euros por tonelada ao longo do horizonte de projeção – uma revisão em alta de quase 30% desde as projeções de setembro de 2021 (ver a caixa 3).

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 25 de novembro de 2021, a data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio média de 1,13 dólares dos Estados Unidos por euro no período de 2022 a 2024, a qual é 4% mais baixa do que a indicada nas projeções de setembro de 2021. O pressuposto relativo à taxa de câmbio efetiva do euro implica uma depreciação de 1,7% desde as projeções de setembro de 2021.

---

<sup>5</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. Quanto aos diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública específicas dos países e a média da área do euro correspondente, pressupõe-se que permaneçam constantes durante o horizonte de projeção.

## Pressupostos técnicos

	Dezembro de 2021				Setembro de 2021		
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	-0,5	-0,5	-0,2	0,0	-0,5	-0,5	-0,5
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	0,1	0,3	0,4	0,6	0,0	0,0	0,1
Preço do petróleo (USD/barril)	71,8	77,5	72,3	69,4	67,8	67,3	64,1
Preços das matérias-primas não energéticas, em USD (variação anual, em percentagem)	34,4	5,7	-2,2	-2,1	37,9	4,3	-1,9
Licenças de emissão no âmbito do CELE (euros/tonelada)	53,5	74,9	75,4	75,8	50,4	58,3	58,8
Taxa de câmbio USD/EUR	1,18	1,13	1,13	1,13	1,19	1,18	1,18
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE42) (T1 1999 = 100)	120,7	118,3	118,3	118,3	121,1	120,4	120,4

### **O dinamismo do investimento em habitação deverá registar uma moderação durante o horizonte de projeção.**

O investimento em habitação diminuiu ligeiramente no terceiro trimestre de 2021, devido sobretudo a limitações da oferta. Apesar dos atuais estrangulamentos da oferta e da incerteza relacionada com o agravamento da situação da pandemia, a procura resiliente, apoiada por condições de financiamento favoráveis, deverá contribuir para uma retoma do investimento em habitação no quarto trimestre de 2021. Posteriormente, os efeitos positivos do rácio do “Q de Tobin”, o aumento do rendimento disponível, a melhoria da confiança dos consumidores e o elevado volume de poupança acumulada deverão proporcionar um apoio continuado. Espera-se que o investimento em habitação atinja a sua trajetória anterior à crise no final de 2022, antes de o seu dinamismo se normalizar no restante horizonte de projeção.

### **O investimento das empresas deverá recuperar substancialmente ao longo do horizonte de projeção e representar uma proporção crescente do PIB real.**

Espera-se que a recuperação do investimento das empresas observada no primeiro semestre de 2021 seja temporariamente abrandada por estrangulamentos do lado da oferta no segundo semestre de 2021. Projeta-se que volte depois a recuperar, com a diminuição gradual das limitações da oferta, a retoma da procura mundial e interna e a melhoria do crescimento dos lucros, apoiada, além disso, por condições de financiamento favoráveis e pelo impacto positivo do NGEU. As despesas relacionadas com a digitalização, bem como a transição hipocarbónica (incluindo na indústria automóvel devido à regulamentação ambiental e à transição para a produção de veículos elétricos) deverão dar um estímulo adicional ao investimento das empresas no médio prazo. Consequentemente, o investimento empresarial deverá representar uma percentagem crescente do PIB real durante o horizonte de projeção.

## Caixa 2

### Enquadramento internacional

---

**A atividade económica e o comércio a nível mundial perderam algum dinamismo no segundo semestre de 2021.** O recrudescimento dos casos de COVID-19, em particular nos Estados Unidos e em partes da Ásia, abalou o sentimento dos consumidores, mesmo na ausência de medidas de contenção rigorosas. Após um alívio temporário no final do verão, os casos de COVID-19 começaram a aumentar de novo. A deteção da nova variante Ómicron foi anunciada após a conclusão dos pressupostos relativos ao enquadramento internacional e existem receios quanto às potenciais consequências económicas, embora as implicações continuem a ser extremamente incertas. A escassez mundial de fatores de produção afetou igualmente a atividade económica e o comércio, esperando-se que constituam novos fatores adversos. Os indicadores de elevada frequência disponíveis até ao final de novembro apontam para uma estagnação do crescimento da atividade no setor da indústria transformadora, ao passo que o setor dos serviços está a recuperar gradualmente com a reabertura progressiva de muitas economias.

**Pressupõe-se que os estrangulamentos da oferta pesem sobre o comércio e a atividade no curto prazo e se desvançam totalmente em 2023.** Os estrangulamentos da oferta refletem uma combinação de desequilíbrios da procura e da oferta, que resulta numa escassez de fatores de produção intermédios, sentida, em particular, nas grandes economias avançadas e no setor da indústria transformadora (em especial na indústria automóvel). Em comparação com as projeções de setembro de 2021, pressupõe-se que os estrangulamentos da oferta afetem um maior número de países e setores. Estes intensificaram-se ainda mais no quarto trimestre de 2021 e pressupõe-se agora que comecem a diminuir apenas a partir do segundo trimestre de 2022 e desapareçam por completo em 2023, com o retorno da procura dos consumidores a uma preferência por serviços em detrimento de bens e o aumento da capacidade de transporte e da oferta de semicondutores na sequência do investimento planeado.

**De acordo com as projeções, a economia mundial prosseguirá uma trajetória de recuperação ao longo do horizonte de projeção, não obstante alguns fatores adversos no curto prazo.** Projeta-se que o PIB real mundial (excluindo a área do euro) apresente uma expansão de 6,0% em 2021 e registe uma moderação para 4,5% em 2022, 3,9% em 2023 e 3,7% em 2024. Em comparação com as projeções de setembro de 2021, o crescimento foi revisto em baixa para 2021. Além do referido recrudescimento dos casos de COVID-19, fatores específicos dos países afetaram o crescimento, tais como um perfil mais fraco do que o anteriormente pressuposto para a despesa pública nos Estados Unidos, em particular no terceiro trimestre, e uma diminuição do crescimento na China, em virtude do abrandamento do setor do imobiliário residencial e da escassez de produtos energéticos. O crescimento em 2022 foi revisto em baixa para as economias avançadas, devido a estrangulamentos mais persistentes da oferta, e para algumas economias emergentes (incluindo a China). No entanto, as revisões em alta do crescimento para outros países – principalmente a Índia e, em menor grau, a Turquia – significam que a taxa de crescimento agregada se mantém inalterada. O crescimento em 2023 foi revisto em alta, sobretudo para as economias avançadas e, em particular, para os Estados Unidos, refletindo o esperado desvanecimento total dos estrangulamentos da oferta até 2023.

**As perspetivas mais fracas para os principais parceiros comerciais, num contexto de persistentes estrangulamentos da oferta, pesam sobre a procura externa da área do euro.** Pressupõe-se que os estrangulamentos da oferta pesem mais sobre o comércio em comparação com a produção industrial e o crescimento do PIB, porque a fragilidade do setor logístico afeta de

forma desproporcionada o comércio. Além disso, a transição para fornecedores e produtos nacionais pode ajudar a amortecer o choque negativo sobre a produção industrial. Em resultado, projeta-se que a procura externa da área do euro aumente 8,9% este ano e cerca de 4% no período de 2022 a 2024. Tal implica uma revisão em baixa das taxas de crescimento para 2021 e 2022, em comparação com as projeções de setembro de 2021, e uma revisão em alta para 2023, dado que o desvanecimento dos estrangulamentos da oferta leva a uma recuperação parcial do terreno perdido nos dois anos anteriores.

## Enquadramento internacional

(variação anual, em percentagem)

	Dezembro de 2021				Setembro de 2021		
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	6,0	4,5	3,9	3,7	6,3	4,5	3,7
Comércio mundial (excluindo a área do euro) <sup>1)</sup>	11,1	3,9	4,4	4,0	11,9	5,3	4,1
Procura externa da área do euro <sup>2)</sup>	8,9	4,0	4,3	3,9	9,2	5,5	3,7

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

**Os estrangulamentos da oferta deverão pesar sobre as quotas de mercado das exportações da área do euro até meados de 2022 e depois desvanecer-se, resultando em fortes ganhos.** As quotas de mercado das exportações em 2021 foram impulsionadas por dois desenvolvimentos distintos: primeiro, o impacto dos estrangulamentos da oferta a partir do início do ano e a sua intensificação no terceiro trimestre e, segundo, a recuperação das exportações de serviços no segundo e terceiro trimestres. Embora os prazos de entrega dos fornecedores tenham permanecido elevados e os custos de transporte tenham estagnado em níveis recorde, pressupõe-se que os estrangulamentos persistem até se dissiparem gradualmente ao longo de 2022. O comércio de serviços e, em especial, o turismo registaram uma forte recuperação durante o verão, devido à sazonalidade e aos progressos nas campanhas de vacinação. Todavia, o recrudescimento dos casos de COVID-19 em vários países da área do euro no quarto trimestre conduziu a uma diminuição da confiança no setor do turismo, apontando para outra época de inverno sombria para os principais destinos de viagens. Com a dissipação dos estrangulamentos e um abrandamento das restrições de viagem em meados do próximo ano, espera-se que o ritmo da recuperação das exportações volte a aumentar. Projeta-se que o desvanecimento dos estrangulamentos da oferta a nível mundial tenha um impacto positivo na procura externa da área do euro (caixa 2), devendo a recente depreciação do euro melhorar a competitividade das exportações. O ritmo de crescimento das importações deverá aumentar novamente em 2022 e 2023, com a recuperação da procura interna, mas deverá normalizar-se perto do final do horizonte de projeção, em virtude do desaparecimento gradual da procura latente. De um modo geral, espera-se que as exportações líquidas deem um forte contributo positivo para o crescimento real do PIB no segundo semestre de 2022, antes de diminuírem de forma gradual para um contributo ligeiramente positivo, à medida que os efeitos da depreciação do euro se desvanecem.

**A taxa de desemprego continuou a diminuir no terceiro trimestre de 2021 e espera-se que continue a descer com o aumento do ritmo da recuperação.**

Subjacente à força do mercado de trabalho e à diminuição da taxa de desemprego está uma expansão mais forte do que o esperado do crescimento do emprego no terceiro trimestre de 2021, acompanhada de um decréscimo acentuado do número de trabalhadores em regimes de manutenção de postos de trabalho. O recente aumento dos postos de trabalho por preencher, aliado a um forte crescimento do emprego, sinaliza que o trabalho enquanto fator que limita a produção permanece uma questão específica a cada setor, que está a ser impulsionada por atrasos na contratação nos setores mais afetados pela pandemia. Como é provável que a situação no mercado de trabalho registre nova melhoria, projeta-se que a taxa de desemprego desça para o seu nível anterior à pandemia no final de 2021 e atinja 6,6% em 2024, impulsionada pela projetada forte procura de mão de obra, em consonância com a recuperação económica em curso, mas também afetada pela evolução demográfica<sup>6</sup>. Essa taxa de desemprego seria inferior à observada em qualquer momento desde o estabelecimento da área do euro em 1999.

**Espera-se que o crescimento da produtividade do trabalho seja temporariamente afetado pelo abrandamento a curto prazo do crescimento económico, ganhando de novo dinamismo posteriormente.** O crescimento da produtividade do trabalho aumentou 1,2% no terceiro trimestre de 2021, face a 1,4% no segundo trimestre. O abrandamento do crescimento económico relacionado com os estrangulamentos da oferta e a intensificação renovada da pandemia implicam uma queda acentuada da produtividade em torno da viragem do ano. A partir de meados de 2022, espera-se que a produtividade do trabalho ganhe de novo dinamismo, na sequência do fortalecimento do crescimento económico. No final do horizonte de projeção, a produtividade do trabalho (por indivíduo empregado) deverá situar-se cerca de 4½% acima do seu nível anterior à crise.

**Em comparação com as projeções de setembro de 2021, o crescimento real do PIB foi revisto em baixa para 2022 e em alta para 2023.** A revisão em baixa das perspetivas de curto prazo – refletindo um ligeiro aumento da restritividade das limitações da oferta, os preços mais elevados dos produtos energéticos e restrições mais rigorosas relacionadas com a pandemia – tem um efeito de repercussão negativo no crescimento do PIB real anual em 2022. No seguimento da esperada resolução da pandemia e da dissipação gradual dos estrangulamentos da oferta, o crescimento trimestral foi revisto em sentido ascendente a partir do segundo trimestre de 2022, o que resultou numa revisão em alta do crescimento do PIB real anual para 2023. Um menor aumento da restritividade orçamental e uma depreciação efetiva do euro desde as projeções de setembro de 2021 contribuíram para as revisões em alta, embora estes fatores tenham sido parcialmente compensados pelo impacto negativo dos preços do petróleo mais altos, por uma procura externa mais fraca e por taxas de juro de longo prazo mais elevadas.

---

<sup>6</sup> Ver “Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic”, *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2021.

## 2 Perspetivas orçamentais

### **A descontinuação das medidas de apoio orçamental deverá ter início em 2022 e prosseguir em 2023 e 2024.**

Após a forte expansão em 2020, projeta-se que a orientação orçamental da área do euro, corrigida das subvenções ao abrigo do NGEU, seja globalmente neutra em 2021 e passe a ser muito mais restritiva em 2022 e, em menor grau, ao longo do resto do horizonte de projeção. A maior restritividade da orientação orçamental em 2022 está relacionada com a inversão de uma parte significativa do apoio em resposta à emergência pandémica.

Em comparação com as projeções de setembro de 2021, a orientação orçamental passou a ser significativamente mais restritiva no tocante a 2021, devido sobretudo a receitas extraordinárias e outros fatores, que muitas vezes se manifestam durante uma recuperação, bem como a uma estimativa mais baixa (cerca de ½ ponto percentual do PIB) das medidas de estímulo discricionárias gerais. Em 2022, a restritividade da orientação orçamental deverá ser cerca de 1 ponto percentual do PIB mais baixa do que o indicado nas projeções de setembro de 2021. Tal reflete principalmente a adoção de novas medidas relacionadas com a pandemia ou a extensão e reavaliação das medidas vigentes, assim como novas medidas para compensar os preços mais elevados dos produtos energéticos, novas transferências sociais e reduções dos impostos diretos e das contribuições para a segurança social. A orientação orçamental em 2023 foi apenas objeto de ligeiras revisões.

### **Projeta-se que o saldo orçamental da área do euro registe uma melhoria constante, em particular em 2022, mantendo-se, porém, abaixo do nível anterior à crise no final do horizonte de projeção.**

Estima-se que o défice orçamental da área do euro tenha permanecido elevado em 2021, após ter atingido um máximo em 2020. Ao longo do horizonte de projeção, a melhoria substancial do saldo orçamental é impulsionada sobretudo pela componente cíclica e pelo nível mais baixo do défice primário corrigido do ciclo. Os pagamentos de juros também contribuem para esta tendência, projetando-se que continuem a diminuir para 1,0% do PIB em 2024. No final do horizonte de projeção, o saldo orçamental (de -1,8% do PIB) ainda deverá situar-se abaixo do nível anterior à crise. Após o aumento acentuado em 2020, espera-se que a dívida pública agregada da área do euro diminua ao longo de todo o horizonte de projeção e atinja cerca de 90% do PIB em 2024, situando-se acima do seu nível antes da pandemia. A diminuição deve-se sobretudo a diferenciais favoráveis entre taxa de juro e taxa de crescimento, mas também a ajustamentos défice-dívida, que, em conjunto, mais do que compensam os défices primários persistentes, embora em diminuição. Em comparação com as projeções de setembro de 2021, as perspetivas orçamentais para 2021 melhoraram, principalmente devido à evolução da orientação orçamental. As perspetivas para 2022 e 2023 mantêm-se praticamente inalteradas, com uma ligeira deterioração em 2022, que reflete sobretudo as medidas de estímulo suplementares adicionadas à projeção de referência em 2022 e outros fatores não discricionários. A trajetória do rácio da dívida agregada da área do euro foi revista em baixa para o conjunto do horizonte de projeção, devido a revisões favoráveis dos diferenciais entre taxa de juro e taxa de crescimento, resultantes sobretudo de revisões do crescimento

nominal, e a efeitos de base de 2020. Os pagamentos de juros mantêm-se praticamente inalterados em comparação com as projeções de setembro de 2021 a nível agregado da área do euro.

## 3 Preços e custos

**Tendo atingido 4,9% em novembro de 2021, projeta-se que a inflação medida pelo IHPC desça acentuadamente no decurso de 2022 (gráfico 3).** Os preços altos dos produtos energéticos (combustíveis para transporte, eletricidade e gás), a procura mais forte no contexto da reabertura da economia e a subida dos preços no produtor em resultado dos estrangulamentos da oferta a nível mundial e dos custos de transporte mais elevados conduziram a um forte aumento das pressões inflacionistas, que deverão igualmente sustentar a inflação, também em 2022. No entanto, espera-se que a inflação medida pelo IHPC desça em 2022, principalmente devido a efeitos de base tanto nas componentes de preços dos produtos energéticos como de preços dos produtos não energéticos, em parte relacionados com a inversão da redução temporária da taxa do imposto sobre o valor acrescentado (IVA) na Alemanha em janeiro de 2021<sup>7</sup>. Espera-se que a inflação medida pela componente de preços dos produtos energéticos do IHPC tenha atingido um valor máximo no final de 2021, impulsionada pelos preços mais elevados dos combustíveis e das tarifas do gás e da eletricidade (ver a caixa 3, para mais pormenores). Estas tarifas deverão continuar a subir até ao início de 2022. A inflação dos preços dos produtos energéticos descerá em 2022, maioritariamente devido a efeitos de base combinados com o impacto dos preços do petróleo e dos preços por grosso do gás e da eletricidade, que se pressupõe que baixem em consonância com os preços dos futuros. É igualmente provável que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares desça face ao seu valor máximo em finais de 2021, em parte devido a efeitos de base, mas também à medida que as pressões sobre os preços diminuem, em virtude da pressuposta resolução gradual dos estrangulamentos da oferta a partir do segundo trimestre de 2022, ao passo que os efeitos indiretos do aumento acentuado dos preços dos produtos energéticos poderão exercer pressão em sentido ascendente. Em contraste, a inflação dos preços dos produtos alimentares deverá permanecer elevada nos próximos trimestres.

**Espera-se que a inflação medida pelo IHPC se mantenha estável em 1,8% tanto em 2023 como em 2024.** Tal oculta um ligeiro aumento do IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos (de 1,7% para 1,8%), enquanto a inflação dos preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos deverá descer em consonância com o perfil descendente da curva de preços dos futuros do petróleo e com uma diminuição do impacto das medidas orçamentais. Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares registre um fortalecimento gradual ao longo da última parte do horizonte de projeção, apoiada por um aumento da restritividade nos mercados do produto, pelo aumento

<sup>7</sup> Por convenção, nas projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema/BCE, as ponderações do IHPC são mantidas constantes ao longo do horizonte de projeção. Dadas as grandes mudanças nos padrões de consumo provocadas pela pandemia de COVID-19 e a possível reversão das mesmas nos próximos anos, as futuras alterações das ponderações do IHPC poderão gerar volatilidade adicional nas taxas de variação homólogas do IHPC, que não são tidas em conta nas projeções elaboradas pelos especialistas. O impacto nas taxas de inflação médias dos anos civis do horizonte de projeção deverá, contudo, ser reduzido.

do crescimento dos custos unitários do trabalho e por expectativas de inflação mais elevadas, que têm vindo a aproximar-se do objetivo de inflação de 2% do BCE. Mais especificamente, a esperada maior reestruturabilidade do mercado de trabalho deverá apoiar o crescimento dos salários e impulsionar a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares em 2023 e 2024.

**O crescimento da remuneração por trabalhador deverá continuar a ser distorcido pela adoção de regimes de manutenção de postos de trabalho em 2022, mas permanecer robusto posteriormente.**

Este registou 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 nos três primeiros trimestres de 2021. Espera-se que este impacto persista no primeiro semestre de 2022, conduzindo apenas a uma ligeira redução da taxa de crescimento média anual de 4,2% em 2021 para 3,8% em 2022. Subsequentemente, espera-se que o crescimento dos salários abrande, mas permaneça robusto em 2,9%, tanto em 2023 como em 2024. O crescimento robusto dos salários nos últimos anos do horizonte de projeção está sobretudo relacionado com a reestruturabilidade do mercado de trabalho, devendo a taxa de desemprego descer para níveis mínimos históricos, enquanto se projeta que os efeitos de segunda ordem do atual nível elevado de inflação sobre o crescimento salarial permaneçam contidos, dada a baixa prevalência de regimes formais de indexação salarial na área do euro<sup>8</sup>. Esperam-se alguns aumentos do salário mínimo no conjunto do horizonte de projeção, mas em particular em 2022. Esses aumentos conduzirão a um impacto mecânico direto dos salários mínimos no crescimento salarial agregado, mas poderão também ter efeitos de repercussão em toda a estrutura salarial<sup>9</sup>. Segundo as projeções, o crescimento dos salários no setor público será consistentemente inferior ao do setor privado, o que sugere que são improváveis quaisquer repercussões positivas do setor público no setor privado.

**Os custos unitários do trabalho deverão aumentar ao longo do horizonte de projeção, impulsionados por um crescimento mais lento da produtividade por indivíduo empregado e por um crescimento robusto dos salários.**

Com o desvanecimento do impacto dos regimes de manutenção de postos de trabalho, a diminuição do crescimento da remuneração por trabalhador entre 2022 e 2023 deverá ser acompanhada de uma descida semelhante da produtividade do trabalho por indivíduo empregado, levando a um crescimento dos custos unitários do trabalho de cerca de 1% em 2022 e 2023. Todavia, a prossecução da normalização do crescimento da produtividade do trabalho em 2024, aliada à continuação de um crescimento robusto dos salários, implica um aumento significativo dos custos unitários do trabalho, que contribuirá para a ligeira subida da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos.

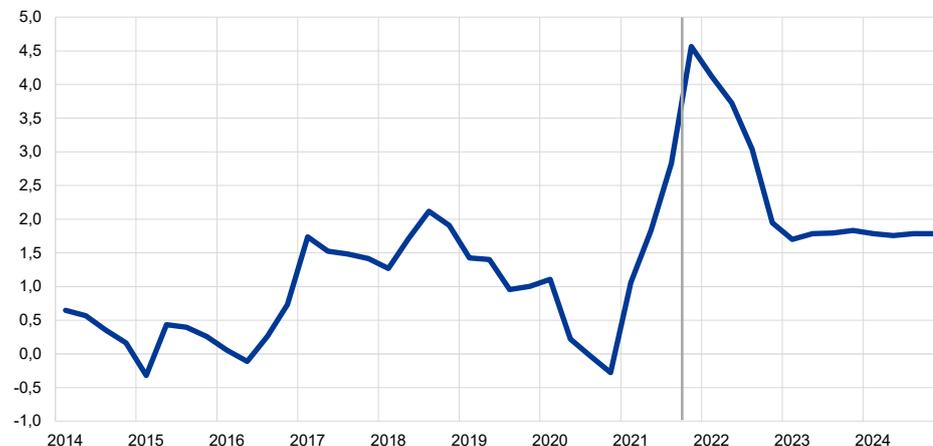
---

<sup>8</sup> Ver “The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages”, *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2021.

<sup>9</sup> Em virtude da incerteza quanto ao seu calendário e aplicação, o aumento do salário mínimo recentemente anunciado na Alemanha ainda não consta das projeções de referência.

### Gráfico 3 IHPC da área do euro

(variação anual, em percentagem)



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

**As pressões externas sobre os preços deverão ser significativamente mais fortes do que as pressões internas sobre os preços em 2022, mas diminuir para níveis muito mais baixos nos últimos anos do horizonte de projeção.**

A taxa de crescimento anual do deflator das importações deverá subir de -2,6% em 2020 para 6,7% em 2021, refletindo sobretudo aumentos dos preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas, mas também algumas subidas dos custos de produção relacionadas com as quebras de fornecimento e a depreciação do euro. A partir de 2022, o crescimento dos preços das importações deverá registar uma moderação e situar-se em 0,8% em 2024.

**Em comparação com as projeções de setembro de 2021, as perspetivas quanto à inflação medida pelo IHPC foram objeto de uma revisão em alta de 0,4 pontos percentuais para 2021, 1,5 pontos percentuais para 2022 e 0,3 pontos percentuais para 2023.**

Um pouco mais de metade da revisão acumulada (principalmente concentrada em 2022) diz respeito à componente de preços dos produtos energéticos do IHPC, um pouco menos de um terço está relacionada com a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos e o resto refere-se à componente de preços dos produtos alimentares do IHPC. Estas revisões refletem as recentes surpresas em alta em termos de dados, efeitos diretos e indiretos em sentido ascendente mais elevados resultantes do recente aumento dos preços das matérias-primas energéticas, pressões ascendentes mais fortes e persistentes decorrentes de perturbações do lado da oferta, um crescimento salarial mais forte e uma depreciação da taxa de câmbio do euro.

### Caixa 3

Evolução dos preços das matérias-primas energéticas e implicações para as projeções relativas à componente de preços dos produtos energéticos do IHPC

---

**Os preços das matérias-primas energéticas aumentaram substancialmente face ao mínimo atingido durante a pandemia, impulsionados por fatores do lado da oferta e da procura (gráfico A).**

A recuperação económica mundial fez subir a procura de petróleo e gás. A procura de gás foi também intensificada pelas temperaturas baixas no inverno passado e pelos ventos fracos no verão, que reduziram a produção de energia eólica e levaram à sua substituição por gás.

Ao mesmo tempo, cortes da oferta pelo grupo dos principais produtores de petróleo da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP+) e uma recuperação lenta da produção de xisto nos Estados Unidos apoiaram os preços do petróleo, enquanto, nos mercados europeus do gás, a oferta da Noruega e da Rússia tem sido reduzida. Os preços por grosso da eletricidade na UE aumentaram sobretudo devido aos preços mais elevados do gás, dado que os preços da eletricidade assentam nos custos marginais de curto prazo das centrais elétricas<sup>10</sup>. Os preços mais altos das licenças de emissão no âmbito do CELE também desempenharam um papel.

**Os pressupostos subjacentes à projeção de referência para a componente de preços dos produtos energéticos do IHPC, que se baseiam nos preços dos futuros, consideram uma descida dos preços das matérias-primas energéticas em 2022.**

Embora, em projeções anteriores, os pressupostos técnicos tenham assentado principalmente em curvas de preços dos futuros do petróleo, nas projeções de dezembro de 2021, foram complementados por preços dos futuros do gás e da eletricidade, atendendo à observada desvinculação dos contratos de gás dos preços do petróleo. Atualmente, a curva de preços dos futuros do petróleo apresenta uma inclinação descendente (gráfico A). Muitas vezes, tal resulta de um aumento da restritividade do mercado petrolífero, em virtude do “rendimento de conveniência” do petróleo, que capta os benefícios da detenção de existências. No entanto, a trajetória descendente poderá também refletir a expectativa do mercado de que a procura e a oferta de petróleo alcancem um equilíbrio em inícios de 2022 e de que, a partir de então, a oferta exceda a procura, tal como presentemente projetado pela Agência Internacional da Energia (AIE)<sup>11</sup>. Com base nos preços dos futuros nos mercados grossistas, os preços do gás e da eletricidade deverão também baixar após este inverno, já que o consumo de gás depende da necessidade de aquecimento.

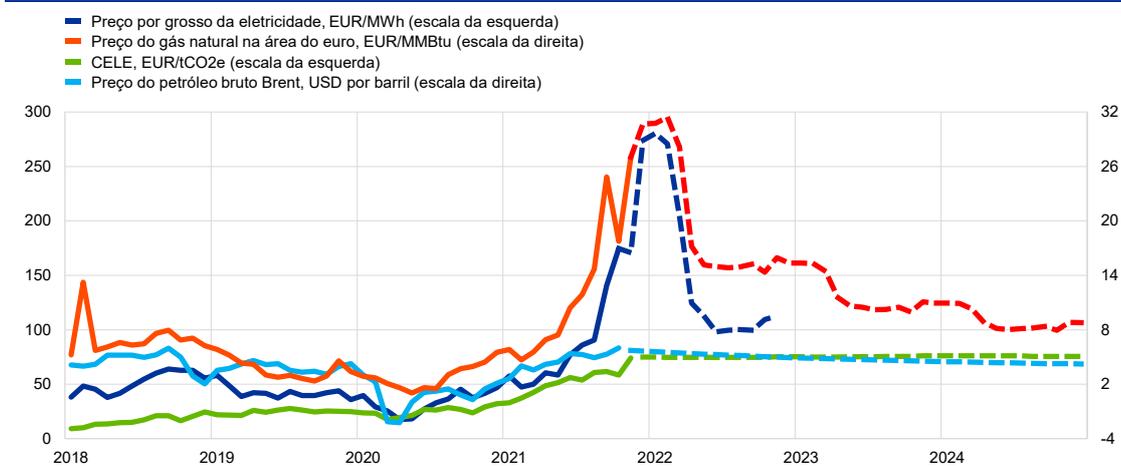
---

<sup>10</sup> O mecanismo de fixação de preços implica que o preço por grosso da eletricidade é determinado pela tecnologia mais dispendiosa necessária para satisfazer a procura de eletricidade. Nos períodos de pico da procura, são normalmente as centrais elétricas alimentadas a gás que determinam o preço, ligando assim os preços por grosso da eletricidade e do gás.

<sup>11</sup> Ver AIE, *Oil Market Report*, 16 de novembro de 2021.

## Gráfico A

### Preços e futuros do petróleo, do gás, da eletricidade e do CELE



Fontes: Eurostat, Refinitiv, Intercontinental Exchange (ICE), Bloomberg, Gestore Mercati Energetici, Fraunhofer ISE e cálculos dos especialistas do BCE.  
Notas: Os preços por grosso (e os futuros) da eletricidade para a área do euro são calculados como uma média ponderada (utilizando a produção de eletricidade como ponderação) dos preços observados nos cinco maiores mercados. As linhas a cheio referem-se aos preços por grosso/à vista e as linhas a tracejado aos futuros das respetivas séries de preços. A última observação diz respeito a novembro de 2021 (outubro de 2021 para os preços da eletricidade). A data de fecho da informação para os futuros é 25 de novembro de 2021.

### A inflação medida pela componente de preços dos produtos energéticos do IHPC atingiu uma taxa homóloga de 27,4% em novembro de 2021, com um contributo crescente dos preços do gás e da eletricidade nos últimos meses (gráfico B, painel esquerdo).

Historicamente, o maior contributo para a inflação medida pela componente de preços dos produtos energéticos do IHPC advém dos preços dos combustíveis para transporte. Apesar de ainda ser o fator impulsionador dominante, o papel relativo dos preços dos combustíveis na inflação medida por esta componente do IHPC diminuiu um pouco recentemente. Em concreto, os preços dos combustíveis contribuíram 14,1 pontos percentuais para a taxa de variação homóloga dos preços dos produtos energéticos em outubro, enquanto os preços da eletricidade e do gás contribuíram, em conjunto, 9,3 pontos percentuais, atingindo um máximo histórico. A evolução dos preços do gás e da eletricidade é, porém, muito heterogénea entre os países da área do euro. Tal deve-se a diferenças na transmissão dos preços por grosso, a qual depende da composição dos preços, do mecanismo de fixação de preços e da combinação de fontes de energia utilizadas para produzir eletricidade. Além disso, vários países da área do euro adotaram, ou tencionam adotar, medidas orçamentais temporárias para amortecer o impacto da subida dos preços dos produtos energéticos nos consumidores. Embora, em alguns países, estas medidas tenham um impacto direto nos preços no consumidor (por exemplo, através de impostos indiretos mais baixos), em outros assumem a forma de transferências (por exemplo, para famílias com baixos rendimentos) e, por conseguinte, não têm um impacto direto.

### As projeções de dezembro de 2021 sugerem que a inflação dos preços dos produtos energéticos permanecerá, em média, elevada em 2022, mantendo a inflação global bastante alta, mas deverá ser fraca em 2023 e 2024 (gráfico B, painel da direita).

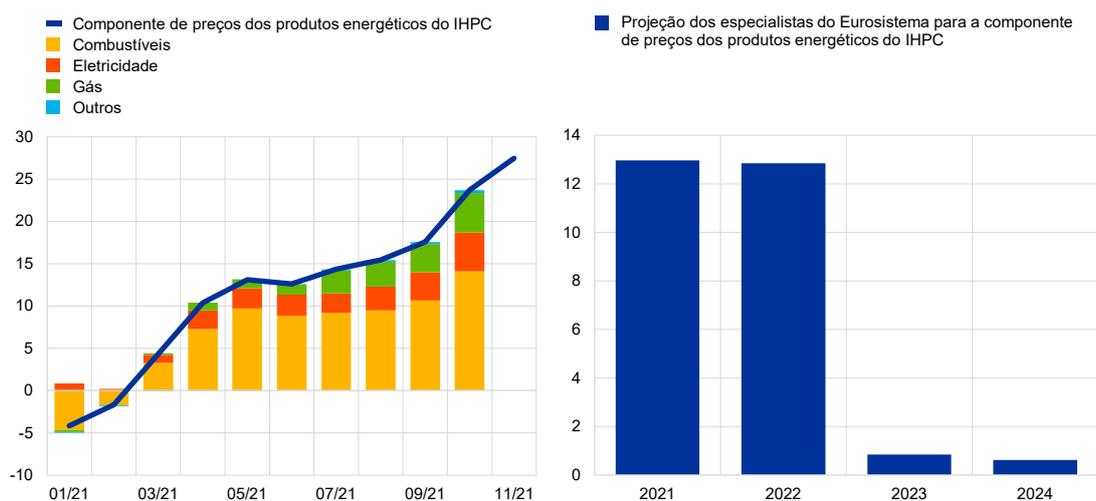
Projeta-se que a inflação dos preços dos produtos energéticos atinja o seu valor máximo em torno da viragem do ano de 2022. Além dos preços elevados dos combustíveis, espera-se que este nível alto seja sustentado pelos preços do gás e da eletricidade, refletindo, entre outros aspetos, os efeitos desfasados sobre os preços no consumidor decorrentes dos aumentos dos preços por grosso nos últimos meses, assim como os preços elevados dos futuros dos produtos energéticos durante o

inverno. Subsequentemente, a inflação dos preços dos produtos energéticos deverá registar uma descida gradual, refletindo as curvas descendentes dos preços dos futuros do petróleo e do gás e os efeitos de base em sentido descendente das elevadas subidas mensais dos preços dos produtos energéticos em 2021. Em particular, espera-se que estes efeitos de base tenham um forte impacto em sentido descendente na inflação dos preços dos produtos energéticos em janeiro, março, julho e outubro do próximo ano (barras a azul no gráfico C). Cumulativamente ao longo do ano, os efeitos de base em sentido descendente deverão subtrair mais de 20 pontos percentuais à inflação dos preços dos produtos energéticos até novembro de 2022, em comparação com a sua taxa em novembro de 2021 (barras a amarelo no gráfico C)<sup>12</sup>. No tocante a 2023 e 2024, o contributo da inflação dos preços dos produtos energéticos para a inflação medida pelo IHPC global é muito reduzido, espelhando a curva descendente dos preços dos futuros do petróleo. Contudo, será apoiado pela reversão das medidas orçamentais temporárias para reduzir os preços dos produtos energéticos e por medidas nacionais relacionadas com as alterações climáticas.

## Gráfico B

### Inflação medida pela componente de preços dos produtos energéticos do IHPC: valores passados e projetados

(taxas de variação homólogas (%) e contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat, projeções de dezembro de 2021 e cálculos dos especialistas do BCE.

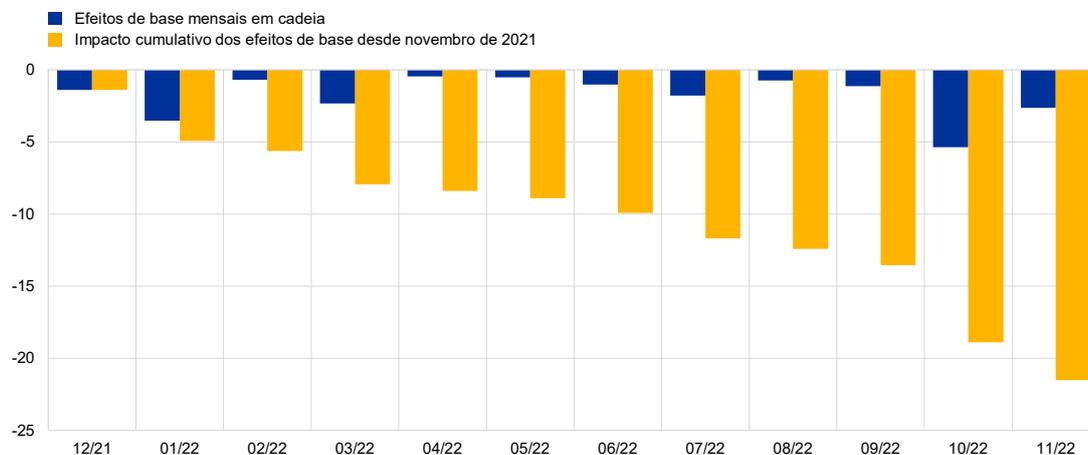
Nota: A última observação refere-se a novembro de 2021 no tocante à componente de preços dos produtos energéticos do IHPC e a outubro de 2021 no que respeita às componentes individuais.

<sup>12</sup> Para mais informações sobre o conceito de efeitos de base e o seu papel na dinâmica da inflação, ver a caixa intitulada “Recent dynamics in energy inflation: the role of base effects and taxes”, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2021.

## Gráfico C

### Impacto dos efeitos de base na inflação dos preços dos produtos energéticos

(em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Os efeitos de base em termos mensais em cadeia mostram o contributo do efeito de base para a variação da taxa de inflação homóloga dos produtos energéticos de um mês para o outro. O impacto cumulativo dos efeitos de base é calculado somando os efeitos de base em termos mensais em cadeia e é sempre indicado em relação a um mês de referência específico. Por exemplo, cerca de 10 pontos percentuais da descida da inflação dos preços dos produtos energéticos em junho de 2022, em comparação com a taxa de inflação em novembro de 2021, advêm de efeitos de base.

**A incerteza em termos de políticas no que se refere à utilização futura de gás e petróleo poderá contribuir para a volatilidade dos preços das matérias-primas durante a transição ecológica.** A procura de petróleo e gás depende fundamentalmente da estratégia em termos de políticas adotada a nível mundial para fazer face aos desafios relacionados com as alterações climáticas, bem como da disponibilidade de fontes de energia renováveis. Até que a eficiência energética e a capacidade de produção de energia renovável sejam suficientemente reforçadas, a procura de combustíveis fósseis como o gás poderá manter-se elevada e volátil.

**Além das políticas nacionais relacionadas com as alterações climáticas, as políticas da UE sobre esta matéria e os preços crescentes do carbono poderão também ter impacto na evolução dos preços dos produtos energéticos.** Os preços das licenças de emissão no CELE subiram para mais de 70 euros por tonelada de equivalente de CO<sub>2</sub> em novembro. Ainda que a curva de preços dos futuros do CELE apresente apenas uma ligeira inclinação ascendente (gráfico A), a maioria das estimativas do nível dos preços do carbono necessário para cumprir as metas de redução das emissões da UE são superiores aos preços atuais. É provável que os preços do carbono aumentem na UE, visto que a Comissão Europeia propôs reformar o CELE, em particular, alargando o âmbito de aplicação do sistema, e rever a diretiva relativa à tributação da energia. Tal poderá ter um impacto gradual nos preços dos produtos energéticos, com a adoção progressiva das medidas propostas.

## Caixa 4

### 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 diretamente comparáveis entre si ou com as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema, visto que foram concluídas em momentos distintos. É também provável que se baseiem em diferentes pressupostos sobre a evolução futura da pandemia de COVID-19. Além disso, 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			
		2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Projeções dos especialistas do Eurosistema	Dezembro de 2021	5,1	4,2	2,9	1,6	2,6	3,2	1,8	1,8
Consensus Economics	Dezembro de 2021	5,1	4,2	2,2	1,7	2,5	2,6	1,5	1,7
Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Dezembro de 2021	5,2	4,3	2,5	–	2,4	2,7	1,8	–
Barómetro da Zona Euro	Novembro de 2021	5,0	4,3	2,2	1,5	2,3	2,0	1,6	1,7
Comissão Europeia	Novembro de 2021	5,0	4,3	2,4	–	2,4	2,2	1,4	–
Inquérito a analistas profissionais	Outubro de 2021	5,1	4,5	2,2	–	2,3	1,9	1,7	–
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Outubro de 2021	5,0	4,3	2,0	1,6	2,2	1,7	1,4	1,5

Fontes: Previsões da Consensus Economics, de 9 de dezembro de 2021, sendo os dados para 2023 e 2024 retirados do inquérito de outubro de 2021; *Economic Outlook*, n.º 110, da OCDE, de dezembro de 2021; Barómetro da Zona Euro da MJEconomics, de 18 de novembro de 2021, sendo os dados para 2023 e 2024 retirados do inquérito de outubro de 2021; previsões económicas do outono de 2021, elaboradas pela Comissão Europeia; inquérito do BCE a analistas profissionais relativo ao quarto trimestre de 2021, realizado entre 1 e 11 de outubro de 2021; *World Economic Outlook* do FMI, de 12 de outubro de 2021.

Notas: As projeções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema apresentam taxas de crescimento anuais corrigidas de dias úteis, ao passo que a Comissão Europeia e o FMI apresentam taxas de crescimento anuais não corrigidas de dias úteis por ano. As restantes previsões não especificam se foram, ou não, utilizados dados corrigidos de dias úteis. Os dados históricos podem divergir das publicações mais recentes do Eurostat, devido à divulgação de dados após a data de fecho da informação para as projeções.

**As projeções de dezembro de 2021 dos especialistas do Eurosistema para o crescimento real do PIB encontram-se abaixo das de outros analistas no tocante a 2022, mas muito acima no que respeita a 2023, enquanto a projeção para a inflação é muito superior à de outras instituições para 2022 e situa-se no topo do intervalo para 2023.** A projeção relativa ao crescimento avançada nas projeções de dezembro de 2021 é inferior às restantes previsões para 2022, mas situa-se apenas ligeiramente abaixo das projeções mais recentes, que incluem os dados mais atuais sobre a intensificação dos estrangulamentos da oferta e sobre a pandemia e as restrições associadas. Uma recuperação mais acentuada, à medida que são resolvidos os estrangulamentos da oferta, pode explicar, em parte, a projeção mais elevada para o crescimento em 2023. No que se refere à inflação, o valor para 2022 indicado nas projeções de dezembro de 2021 é superior ao das outras previsões. Tal pode dever-se, em grande medida, à inclusão dos dados do IHPC de novembro de 2021 e a uma inflação esperada mais elevada nas componentes mais voláteis. Relativamente a 2024, as diferenças em comparação com as restantes previsões são limitadas, tanto para o crescimento como para a inflação medida pelo IHPC.

## Caixa 5

### Cenários alternativos para as perspetivas económicas da área do euro

---

**Atendendo a que persiste uma incerteza significativa quanto à evolução futura da pandemia e às suas consequências económicas, tal como ressaltado pela nova variante Ómicron, esta caixa apresenta dois cenários alternativos em torno da projeção de referência de dezembro de 2021**<sup>13</sup>. Em comparação com a projeção de referência, um cenário moderado considera uma resolução mais rápida da pandemia no decurso de 2022 – em especial nas economias emergentes, devido às pressupostas taxas de vacinação mais rápidas. Neste cenário, as taxas de infeção seriam mais baixas, a eficácia das vacinas maior e os riscos de reinfeção menores (gráfico A). Tal aceleraria a redução das restrições, induzindo fortes efeitos positivos sobre a confiança e resultando em custos económicos muito limitados. Em contrapartida, o cenário grave contempla uma crise sanitária prolongada, caracterizada por vagas recorrentes da pandemia (com novas variantes do vírus, um risco realçado pelo surgimento da variante Ómicron) e por uma proporção mais baixa da população efetivamente protegida. Considera-se que o resultante forte ressurgimento de infeções e hospitalizações levaria a uma intensificação das restrições da mobilidade e, por conseguinte, da atividade económica no início de 2022, embora em menor grau do que no início de 2021. Pressupõe-se que a crise sanitária continue até meados de 2023, reduzindo, assim, a atividade e deixando marcas na economia, amplificadas por um número acrescido de insolvências.

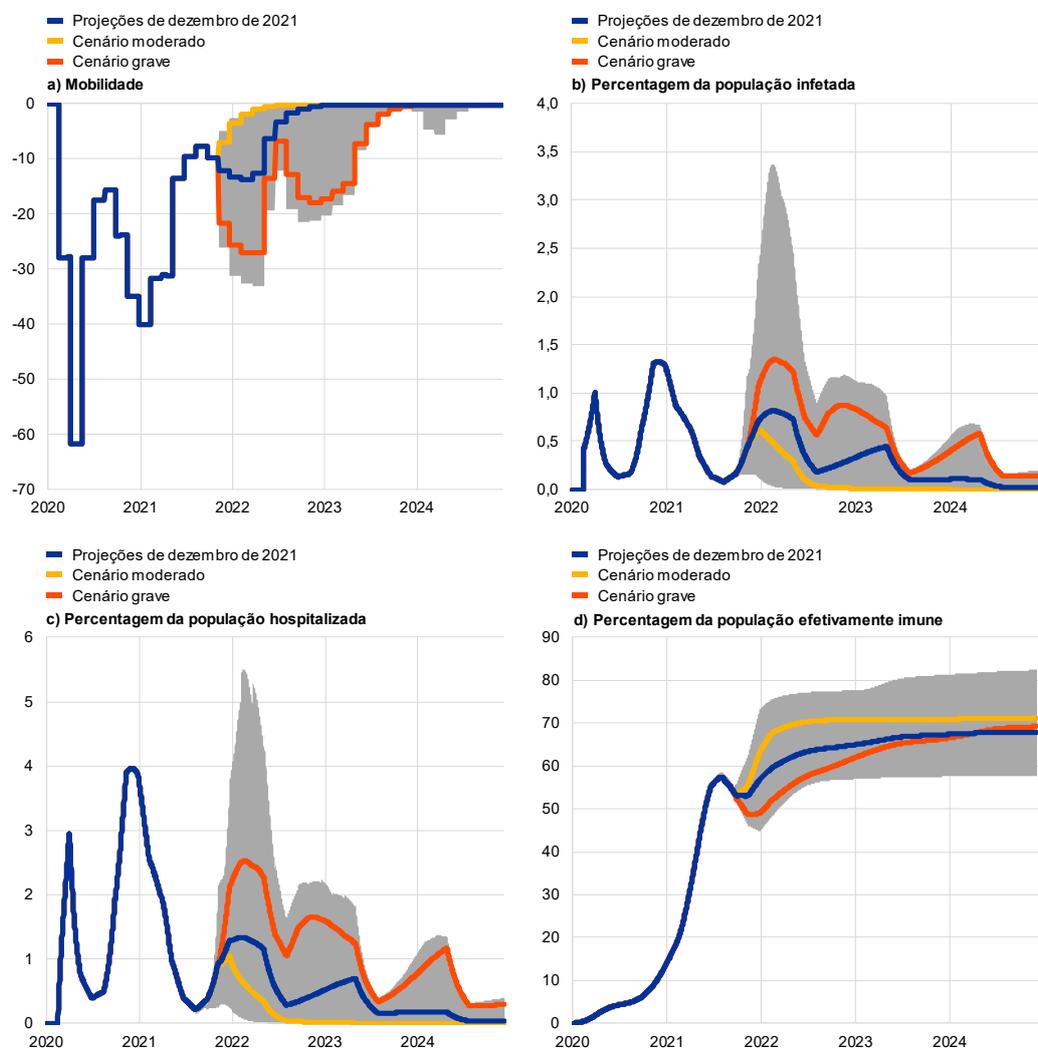
---

<sup>13</sup> Os cenários são construídos utilizando o modelo BCE-BASE (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*, n.º 2315, BCE, setembro de 2019). Além disso, recorre-se ao modelo BCE-BASIR (uma extensão do modelo BCE-BASE; 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*, n.º 2431, BCE, junho de 2020) para gerar os resultados da pandemia correspondentes aos dois cenários (ilustrados no gráfico A). Dada a incerteza quanto ao impacto das trajetórias alternativas de evolução da pandemia nos pressupostos técnicos, estes permanecem inalterados face à projeção de referência.

## Gráfico A

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

(desvios percentuais em relação às primeiras cinco semanas de 2020, no 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.

Nota: A distribuição é obtida através de simulações aleatórias, considerando a incerteza sobre: i) a taxa de vacinação  $U\sim[0,8\%-1,2\%]$ ; ii) a eficácia da vacinação  $U\sim[30\%-70\%]$ , a eficácia da vacinação (hospitalizações)  $U\sim[65\%-85\%]$  e a incerteza acerca da reinfeção  $U\sim[0\%-15\%]$ ; iii) o aumento da taxa de infeção, devido à variante delta do vírus  $N\sim(60\%, 10\%std)$ ; iv) a incerteza do parâmetro SIR; v) a incerteza acerca dos efeitos de aprendizagem  $N\sim(52\%, 10\%std)$ ; e vi) a incerteza histórica captada nos valores residuais.

**O PIB real recuperaria fortemente em 2022 no cenário moderado, mas apenas de forma modesta no cenário grave, enquanto o seu nível se situaria num intervalo cada vez mais estreito nos vários cenários até ao final do horizonte de projeção (gráfico B).** O cenário moderado implica um forte crescimento em inícios de 2022, apoiado por vacinas eficazes e resiliência económica face às restrições, em especial nas economias emergentes, o que, em comparação com a projeção de referência, conduz a uma maior procura externa da área do euro e, por conseguinte, a exportações mais elevadas, gerando fortes efeitos positivos sobre a confiança.

Aliados à recuperação mais forte do que o esperado dos serviços com um elevado grau de contacto, estes efeitos 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. No cenário moderado, projeta-se que a atividade económica ultrapasse a trajetória anterior à pandemia em meados de 2022. No cenário grave, a área do euro entraria numa recessão técnica, com uma contração da atividade económica no quarto trimestre de 2021 e no primeiro trimestre de 2022, perante restrições mais fortes. O crescimento económico seria inferior à projeção de referência até princípios de 2023, devido a uma diminuição apenas gradual das restrições e à incerteza significativa no cenário grave. Com as famílias a permanecer cautelosas e a manter um elevado rácio de poupança, o desemprego persistentemente elevado destaca os riscos do mercado de trabalho, visto que as vulnerabilidades e insolvências das empresas intensificariam as necessidades de reafetação da mão de obra.

## Cenários macroeconómicos alternativos para a área do euro

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

	Projeções de dezembro de 2021											
	Cenário moderado				Projeção de referência				Cenário grave			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
<b>PIB real</b>	5,3	6,4	2,6	1,3	5,1	4,2	2,9	1,6	4,9	1,5	2,2	2,5
<b>Inflação medida pelo IHPC</b>	2,6	3,4	2,1	2,0	2,6	3,2	1,8	1,8	2,6	3,1	1,4	1,3
<b>Taxa de desemprego</b>	7,7	6,6	6,1	5,9	7,7	7,3	6,9	6,6	7,7	7,9	8,1	7,6

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.

**Apesar de, no curto prazo, ser quase idêntica em todos os cenários, a inflação medida pelo IHPC situar-se-ia em 2,0% no cenário moderado em 2023 e 2024, diminuindo significativamente no cenário grave nos últimos anos do horizonte de projeção (gráfico B).**

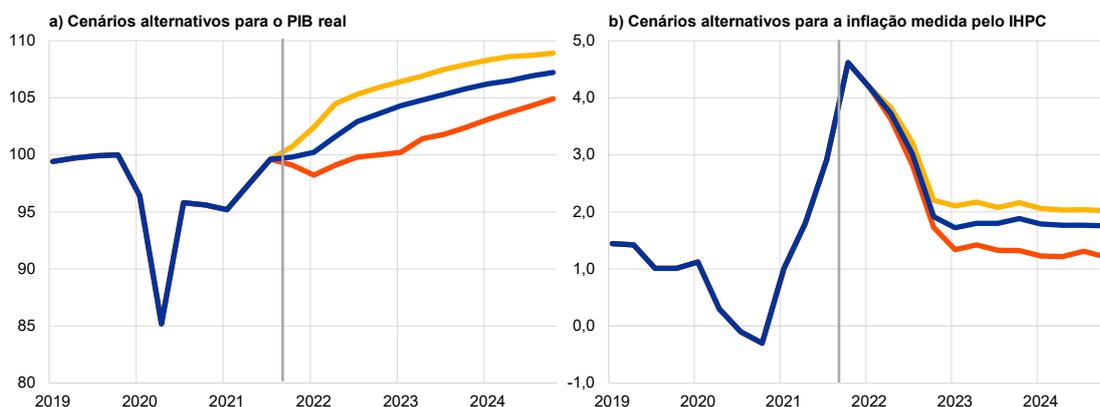
Ambos os cenários consideram que a inflação atinge um valor máximo no quarto trimestre de 2021, devido a fatores, em grande medida, temporários, incluindo efeitos de base decorrentes dos preços mais elevados dos produtos energéticos e estrangulamentos da oferta. Porém, subsequentemente, surgem diferenças entre os dois cenários, em virtude das distintas condições económicas reais. Mais especificamente, a forte pressão ascendente resultante da maior restritividade dos mercados do produto e do trabalho leva a um aumento significativo da inflação subjacente em 2024 no cenário moderado, permanecendo esta fraca em 2023 e 2024 no cenário grave.

## Gráfico B

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

(volumes encadeados, T4 2019 = 100 (painel da esquerda); variação anual, em percentagem (painel da direita))

- Projeções de dezembro de 2021
- Cenário moderado
- Cenário grave



Notas: Os dados para o PIB real são corrigidos de sazonalidade e de dias úteis. A linha vertical indica o início do atual 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.

**Uma ressalva relativamente a estas simulações é que, em ambos os cenários, não se pressupõe qualquer impacto em termos de estrangulamentos da oferta e das consequências macroeconómicas associadas.** Tal deve-se à incerteza do impacto da futura evolução da pandemia nos estrangulamentos da oferta. Por um lado, o agravamento da pandemia e a diminuição da procura poderiam atenuar os condicionalismos, já que grande parte dos mesmos resulta da procura acrescida que excede as capacidades de oferta. Por outro lado, novas perturbações das cadeias de oferta, devido a confinamentos e/ou a uma mudança na composição da procura com uma substituição de serviços de consumo por bens, poderiam intensificar os estrangulamentos da oferta. Um aumento dos estrangulamentos em ambos os cenários poderia reduzir a atividade económica, exercendo, ao mesmo tempo, uma pressão ascendente sobre os preços, ao passo que efeitos opostos ocorreriam se os estrangulamentos diminuíssem.

## Caixa 6

### 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. São analisadas várias 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 25 de novembro de 2021, a data de fecho da informação para os pressupostos técnicos. Esta trajetória implica uma descida gradual do preço do petróleo para um nível cerca de 40% abaixo do pressuposto na projeção de referência para 2024. Utilizando a média dos resultados de uma série de modelos macroeconómicos dos especialistas, esta trajetória teria um pequeno impacto em sentido ascendente no crescimento real do PIB e um impacto em sentido descendente mais pronunciado sobre a inflação medida pelo IHPC ao longo do horizonte de projeção. A segunda trajetória foi calculada a partir do percentil 75 da mesma distribuição e implica um aumento dos preços do petróleo para um nível cerca de 32% acima do pressuposto na projeção de referência para 2024. Esta trajetória teria um impacto em sentido descendente muito reduzido no crescimento real do PIB e um impacto em sentido ascendente ligeiramente mais forte na inflação medida pelo IHPC no período de 2022 a 2024. A terceira trajetória baseia-se no pressuposto de que o preço do petróleo permanece no seu nível à data de fecho da informação, ou seja, em 83,1 dólares dos Estados Unidos por barril, que, em 2024, é cerca de 20% superior ao pressuposto na projeção de referência para esse ano. Esta trajetória teria um impacto em sentido descendente marginal no crescimento real do PIB em 2023 e 2024, ao passo que a inflação medida pelo IHPC seria 0,2 a 0,3 pontos percentuais mais elevada no período de 2022 a 2024.

#### Impactos das trajetórias alternativas dos preços do petróleo

	Trajetória 1: percentil 25 das densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções				Trajetória 2: percentil 75 das densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções				Trajetória 3: preço constante do petróleo			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
<b>Preços do petróleo (USD/barril)</b>	71,2	59,6	47,1	41,4	72,0	87,9	90,0	91,3	71,9	83,1	83,1	83,1
<b>Preços do petróleo (desvio percentual em relação aos níveis da projeção de referência)</b>	-0,8	-23,1	-34,9	-40,3	0,3	13,4	24,5	31,7	0,2	7,2	14,9	19,8
<b>(desvios em relação às taxas de crescimento da projeção de referência, pontos percentuais)</b>												
<b>Crescimento real do PIB</b>	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1
<b>Inflação medida pelo IHPC</b>	0,0	-0,7	-0,6	-0,3	0,0	0,4	0,5	0,3	0,0	0,2	0,3	0,3

Notas: Os percentis 25 e 75 referem-se às densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções para o preço do petróleo em 25 de novembro de 2021. O preço constante do petróleo corresponde ao valor na mesma data. Os impactos macroeconómicos são apresentados como médias de uma série de modelos macroeconómicos dos especialistas.

© 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](#).

PDF ISSN 2529-4792, QB-CF-21-002-PT-N  
HTML ISSN 2529-4792, QB-CF-21-002-PT-Q