



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

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

Setembro de 2022



Índice

Síntese	2
1 Economia real	5
Caixa 1 Pressupostos técnicos sobre taxas de juro, preços das matérias-primas e taxas de câmbio	10
Caixa 2 Enquadramento internacional	13
Caixa 3 Cenário pessimista relacionado com a guerra na Ucrânia e cortes de aprovisionamento energético	16
2 Perspetivas orçamentais	20
3 Preços e custos	22
Caixa 4 Análise de sensibilidade: trajetórias alternativas para os preços dos produtos energéticos	24
Caixa 5 Previsões de outras instituições	26

Síntese

Não obstante um crescimento económico, no primeiro semestre de 2022, melhor do que o esperado, relacionado com os efeitos da reabertura da economia e de uma forte recuperação do turismo, as consequências económicas da guerra na Ucrânia continuam a manifestar-se e a ensombrar as perspetivas para a economia da área do euro, intensificando ainda mais as pressões inflacionistas¹. As perturbações do abastecimento de gás natural, associadas a uma subida em flecha dos preços do gás e da eletricidade, aumentaram a incerteza, afetaram gravemente a confiança e levaram a perdas crescentes de rendimento real, que deverão conduzir a uma estagnação da economia da área do euro no segundo semestre de 2022 e no primeiro trimestre do próximo ano. A incerteza em torno das perspetivas de curto e médio prazo permanece em níveis altos. As projeções dos especialistas do BCE assentam nos pressupostos de que a procura de gás será moderada pelos preços elevados e por medidas de poupança de energia por precaução (na sequência do recente acordo da União Europeia (UE) no sentido de reduzir a procura de gás até 15%) e de que não será necessário um racionamento significativo do gás. No entanto, pressupõe-se que, no inverno, haverá necessidade de alguns cortes de produção em países fortemente dependentes de importações de gás natural da Rússia e em risco de enfrentarem escassez de abastecimento. Embora os estrangulamentos da oferta tenham recentemente abrandado de uma forma um pouco mais rápida do que o esperado, ainda pesam sobre a atividade, sendo o pressuposto de que se dissipem apenas de modo gradual. No médio prazo, com o reequilíbrio do mercado da energia, a diminuição da incerteza, a resolução dos estrangulamentos da oferta e a melhoria dos rendimentos reais, o crescimento deverá recuperar, apesar das condições de financiamento menos favoráveis. Espera-se que o mercado de trabalho enfraqueça na sequência do abrandamento da atividade económica, ainda que permaneça globalmente bastante resiliente. Em geral, o crescimento real médio anual do produto interno bruto (PIB) deverá situar-se em 3,1% em 2022, abrandar de forma pronunciada para 0,9% em 2023 e recuperar para 1,9% em 2024. Em comparação com as projeções de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em alta em 0,3 pontos percentuais para 2022 – na sequência de surpresas positivas no primeiro semestre do ano – e objeto de uma revisão em baixa de 1,2 pontos percentuais para 2023 e 0,2 pontos percentuais para 2024,

¹ A data de fecho da informação para os pressupostos técnicos, como os relativos aos preços do petróleo e às taxas de câmbio, foi 22 de agosto de 2022. As projeções para a economia mundial foram concluídas em 15 de agosto e as projeções macroeconómicas para a área do euro foram finalizadas em 25 de agosto de 2022. O presente exercício de projeção abrange o período de 2022 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>.

devido sobretudo ao impacto de perturbações do aprovisionamento energético, à inflação mais elevada e à associada queda da confiança.

A inflação continua a subir de forma muito acentuada, na sequência de novos grandes choques sobre a oferta, que estão a repercutir-se nos preços no consumidor a um ritmo mais célere do que no passado. Espera-se que a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) global se mantenha acima de 9% durante o resto de 2022, devido aos preços extremamente elevados dos produtos energéticos e das matérias-primas alimentares, bem como às pressões em sentido ascendente decorrentes da reabertura da economia, à escassez de oferta e à restritividade dos mercados de trabalho. A esperada descida da inflação de uma média de 8,1% em 2022 para 5,5% em 2023 e 2,3% em 2024 reflete principalmente uma queda acentuada da inflação dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, em resultado de efeitos de base negativos e do pressuposto decréscimo dos preços das matérias-primas, em consonância com os preços dos futuros. Considera-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares permanecerá em níveis elevados sem precedentes até meados de 2023, mas também se espera que diminua posteriormente, com a diminuição dos efeitos da reabertura da economia e a atenuação dos estrangulamentos da oferta e das pressões sobre os custos dos fatores de produção energéticos. A inflação global deverá permanecer acima do objetivo do BCE de 2% em 2024. Tal deve-se a efeitos desfasados dos preços altos dos produtos energéticos sobre as componentes não energéticas da inflação, à recente depreciação do euro, à robustez dos mercados de trabalho e a alguns efeitos a nível dos salários de compensação pela inflação, esperando-se taxas de crescimento salarial muito acima das médias históricas. Em comparação com as projeções de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, a inflação global foi revista substancialmente em alta para 2022 (em 1,3 pontos percentuais) e 2023 (2,0 pontos percentuais) e de forma ligeira para 2024 (0,2 pontos percentuais), espelhando recentes surpresas em termos de dados, aumentos muito acentuados dos pressupostos relativos aos preços por grosso do gás e da eletricidade, um crescimento mais forte dos salários e a recente depreciação do euro. Estes efeitos mais do que compensaram o impacto em sentido descendente da recente descida dos preços das matérias-primas alimentares, estrangulamentos da oferta menos graves do que o anteriormente pressuposto e perspectivas de crescimento mais fracas.

Quadro

Projeções para o crescimento e a inflação na área do euro

(variação anual em percentagem)

	Setembro de 2022				Junho de 2022			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
PIB real	5,2	3,1	0,9	1,9	5,4	2,8	2,1	2,1
IHPC	2,6	8,1	5,5	2,3	2,6	6,8	3,5	2,1

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.

A incerteza em torno das projeções dos especialistas do BCE é especialmente pronunciada. Em particular, no curto prazo, a evolução da inflação depende muito da evolução dos preços das matérias-primas energéticas, a qual tem sido muito volátil recentemente, sobretudo no caso dos preços por grosso do gás e da eletricidade. Um risco importante em termos das perspetivas para a área do euro está relacionado com a possibilidade de perturbações mais sérias do aprovisionamento energético na Europa, aliado a um inverno frio, que implica uma maior procura de aquecimento, conduzindo a novos picos dos preços dos produtos energéticos e a cortes de produção mais graves do que o indicado nas projeções de referência. Um cenário pessimista que reflete estes riscos sugere que a inflação seria, em média, de 8,4% em 2022, 6,9% em 2023 e 2,7% em 2024. O crescimento real do PIB situar-se-ia em 2,8% este ano, registando uma contração de 0,9% em 2023 e, depois, uma recuperação de 1,9% em 2024. Este cenário é descrito mais pormenorizadamente na caixa 3.

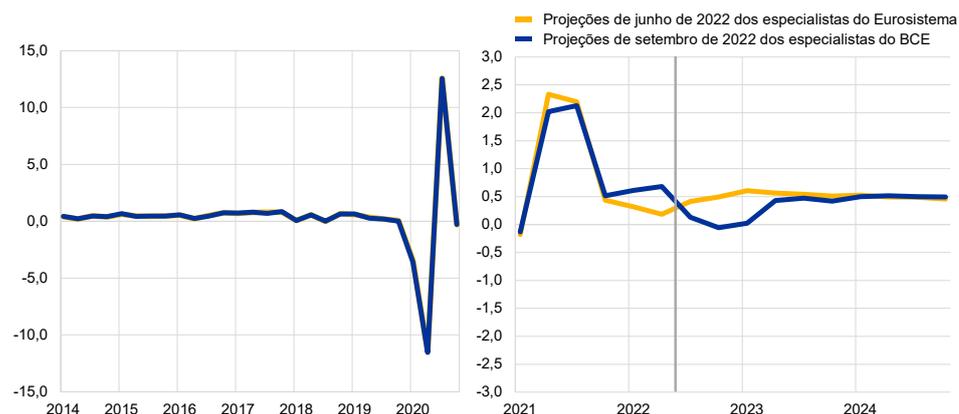
1 Economia real

A economia da área do euro apresentou um crescimento robusto no primeiro semestre de 2022, marcadamente acima do nível avançado nas projeções de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, não obstante a guerra na Ucrânia (gráfico 1). O crescimento no primeiro trimestre foi apoiado por um contributo muito forte do comércio líquido, que advém, em parte, da atividade das empresas multinacionais na Irlanda. No segundo trimestre, a indústria transformadora beneficiou de uma atenuação dos estrangulamentos da oferta, enquanto a produção de serviços foi impulsionada pelo levantamento das restrições relacionadas com a pandemia, o qual beneficiou, em particular, os segmentos do setor dos serviços com uma grande componente de contacto, incluindo o turismo.

Gráfico 1

Crescimento real do PIB da área do euro

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



Notas: Os dados históricos podem divergir das publicações mais recentes do Eurostat, devido à divulgação de dados após a data de fecho da informação para as projeções (ver a nota de rodapé 1). A linha vertical indica o início do atual horizonte de projeção.

Espera-se um abrandamento significativo do crescimento real do PIB no terceiro trimestre do ano, com a inflação a afetar negativamente os rendimentos reais e a incerteza e as taxas de juro crescentes a travar o investimento. A forte atividade nos setores do turismo e das viagens, aliada a uma nova atenuação dos estrangulamentos da oferta, deverá apoiar o crescimento no terceiro trimestre. Ao mesmo tempo, os indicadores baseados em inquéritos, como o Índice de Gestores de Compras, apontam para uma contração tanto da indústria transformadora como do setor dos serviços em agosto de 2022. O choque negativo sobre o rendimento disponível real, devido à subida de preços, também deverá pesar sobre a atividade. A incerteza, relacionada, em particular, com perturbações do abastecimento de gás (ver abaixo), a par de aumentos acentuados das taxas ativas bancárias, também está a restringir a atividade económica. Em termos gerais, o crescimento trimestral em cadeia no terceiro trimestre deverá situar-se em 0,1% (uma revisão em baixa de 0.3 pontos percentuais, em comparação com as projeções de junho).

Os fatores adversos deverão continuar a acumular-se e a ser agravados nos próximos meses por perturbações do abastecimento de gás natural.

Para efeitos da avaliação do potencial impacto, na produção, de perturbações do mercado do gás, os especialistas do BCE partiram do pressuposto de que os fluxos tanto da Rússia como de outros fornecedores permanecerão nos níveis prevaletentes à data de fecho da informação para as projeções de setembro². Do lado da procura, pressupõe-se que os países implementem – de forma voluntária até à data – o acordo da UE de reduzir a utilização de gás natural até 15%³ e que as condições meteorológicas no próximo inverno estejam em consonância com a média dos últimos cinco anos. Com base nestes pressupostos, os níveis de armazenamento de gás na área do euro situar-se-iam, em geral, um pouco abaixo dos níveis médios históricos – e significativamente abaixo dos níveis registados em países mais dependentes de gás da Rússia, em particular a Alemanha⁴. Por conseguinte, espera-se que o impacto económico seja heterogéneo entre os países, com a elevada incerteza a conduzir à adoção de medidas de poupança de gás por precaução e cortes de produção na Alemanha, bem como efeitos negativos menores decorrentes de medidas mais limitadas, em outros países, para reduzir a procura. Além disso, o crescimento económico em todos os países da área do euro deverá ser reduzido em resultado dos preços extremamente elevados do gás, que tornarão algumas atividades não rentáveis nos setores com uma maior utilização de gás, levando a que, em alguns casos, a produção seja suspensa. De um modo geral, o PIB real deverá registar uma contração de 0,1% no último trimestre de 2022 e manter uma trajetória horizontal no primeiro trimestre de 2023.

Para além do curto prazo, o crescimento deverá recuperar após a dissipação dos fatores adversos que pesam sobre a atividade durante o inverno de 2022/2023. Contudo, projeta-se que, em 2024, o nível do PIB se situe abaixo do previsto nas projeções de junho de 2022.

A esperada melhoria baseia-se no pressuposto de que as perturbações do abastecimento de gás deixam de restringir forçosamente a atividade, com condições meteorológicas mais amenas e a introdução gradual de fontes de abastecimento alternativas. Projeta-se que o crescimento real do PIB recupere no decurso de 2023 devido a vários fatores: as pressões inflacionistas cada vez mais fracas exercem menos pressão em sentido descendente sobre o rendimento disponível real; os remanescentes estrangulamentos da oferta desvanecem-se; a procura externa recupera; e a competitividade dos preços das exportações melhora face a importantes parceiros comerciais, como os Estados Unidos. Os efeitos negativos do enfraquecimento da

² Após 22 de agosto de 2022, a data de fecho da informação, os fluxos de gás através do gasoduto Nord Stream 1 foram suspensos indefinidamente, reduzindo de modo significativo os fluxos de gás da Rússia para a área do euro. Tal representa um risco em sentido descendente para os pressupostos relativos ao abastecimento de gás subjacentes às projeções de referência dos especialistas do BCE, caso a perda de gás através deste gasoduto não possa ser substituída por fontes de abastecimento alternativas.

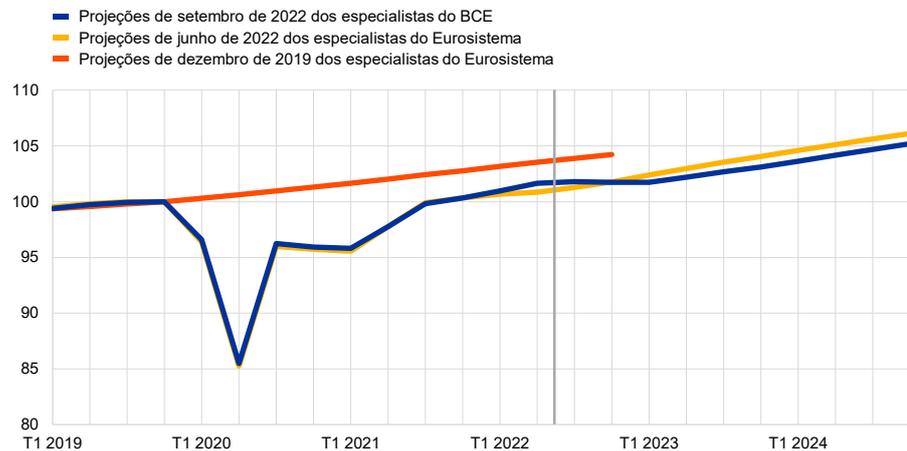
³ As derrogações ao abrigo do acordo implicam que a poupança efetiva variará de país para país e, por conseguinte, será consideravelmente menor ao nível do conjunto da área do euro. Foram acordadas isenções totais para os Estados-Membros que não estão ligados à rede de gás da UE (Irlanda, Chipre e Malta) e isenções parciais para os com ligações limitadas a outros Estados-Membros (Bélgica, Grécia, Espanha, Itália e Portugal). Ver o [regulamento do Conselho relativo a medidas coordenadas de redução da procura de gás](#), de 4 de agosto de 2022.

⁴ Embora, antes da invasão da Ucrânia, a Itália dependesse do gás russo num grau semelhante à Alemanha, os seus níveis de armazenamento de gás durante o inverno deverão ser menos críticos, devido a uma substituição bem-sucedida por gás argelino, que se pressupõe que continue.

confiança e da maior incerteza, que fomentam motivos de precaução no curto prazo, também deverão desvanecer-se no médio prazo. Após o apoio considerável proporcionado pelos governos durante a crise do coronavírus (COVID-19), as medidas de recuperação em 2020 e 2021, o esperado investimento mais elevado em 2022 financiado pelo programa “Next Generation EU” (NGEU) e, mais recentemente, o apoio acrescido relacionado com os produtos energéticos e a guerra na Ucrânia, a política orçamental deverá ter um impacto negativo no crescimento em 2023, com a cessação de algumas dessas medidas (ver a secção 2)⁵. De um modo geral, dada a deterioração das perspetivas de curto prazo, e apenas uma recuperação parcial no médio prazo, o PIB real deverá manter-se abaixo da trajetória considerada anteriormente para o conjunto do horizonte de projeção (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.

⁵ As projeções orçamentais incorporam apenas as medidas discricionárias que, à data de fecho da informação, já tinham sido aprovadas pelos parlamentos ou especificadas em suficiente pormenor pelos governos para serem provavelmente aprovadas no âmbito do processo legislativo.

Quadro 1

Projeções macroeconómicas para a área do euro

(variação anual em percentagem, salvo indicação em contrário)

	Setembro de 2022					Junho de 2022			
	2020	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
PIB real	-6,2	5,2	3,1	0,9	1,9	5,4	2,8	2,1	2,1
Consumo privado	-7,8	3,7	3,6	0,7	1,2	3,5	3,1	2,0	1,5
Consumo público	1,0	4,2	1,4	-1,3	1,0	3,9	0,6	-0,5	1,1
Formação bruta de capital fixo	-6,7	3,8	3,1	1,6	3,0	4,1	2,8	3,1	3,4
Exportações¹⁾	-9,3	10,5	6,1	3,8	3,9	11,3	3,9	4,2	3,7
Importações¹⁾	-8,9	8,2	6,5	3,1	3,3	8,8	4,1	3,5	3,4
Emprego	-1,5	1,3	2,0	0,2	0,2	1,1	1,9	0,5	0,4
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	8,0	7,7	6,7	6,9	7,0	7,7	6,8	6,8	6,7
IHPC	0,3	2,6	8,1	5,5	2,3	2,6	6,8	3,5	2,1
IHPC excluindo produtos energéticos	1,0	1,5	4,9	4,0	2,4	1,5	4,1	3,2	2,4
IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares	0,7	1,5	3,9	3,4	2,3	1,5	3,3	2,8	2,3
IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos²⁾	0,8	1,3	3,8	3,4	2,3	1,3	3,3	2,8	2,3
Custos unitários do trabalho	4,4	0,1	2,8	4,1	2,2	-0,2	3,3	2,7	2,0
Remuneração por trabalhador	-0,6	3,9	4,0	4,8	4,0	4,1	4,2	4,3	3,7
Produtividade do trabalho	-4,8	3,8	1,1	0,7	1,7	4,3	0,9	1,5	1,7
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-7,1	-5,1	-3,8	-2,9	-2,7	-5,1	-3,8	-2,6	-2,4
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB)³⁾	-4,8	-3,3	-3,1	-2,4	-2,5	-3,3	-3,0	-2,3	-2,4
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	97,3	95,6	92,3	90,7	89,9	95,6	93,0	90,6	89,6
Orientação orçamental (corrigida de subvenções do NGEU)⁴⁾	-4,2	1,1	0,1	0,7	0,0	1,0	0,2	0,6	0,1
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	1,8	2,4	-0,3	-0,5	0,1	2,4	0,3	0,3	0,4

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.

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.

Quanto às componentes do PIB, o consumo privado enfraquecerá nos próximos trimestres, mas permanecerá um importante fator impulsionador da retoma da atividade no médio prazo. O consumo privado recuperou no segundo trimestre de 2022, com a flexibilização das restrições relacionadas com a COVID-19 e o ressurgimento das despesas de consumo de serviços com uma grande componente de contacto, incluindo um início mais antecipado e muito dinâmico da

época turística de verão. Com o levantamento da maioria das restrições, avalia-se como limitado o potencial para os efeitos da reabertura da economia continuarem a apoiar o crescimento do consumo privado. A inflação elevada está a dissuadir os consumidores de gastar e a forçar, em particular, as famílias com rendimentos mais baixos a reduzir os seus atuais fluxos de poupança. Para além do curto prazo, com a esperada descida da inflação e a diminuição da incerteza, o consumo privado deverá recuperar um pouco, mas apresentar um crescimento ligeiramente mais lento do que o rendimento real.

A inflação elevada implicará uma contração do rendimento disponível real em 2022 e 2023, não obstante a resiliência continuada do mercado de trabalho e dos rendimentos do trabalho associados. Embora se projete que o mercado de trabalho enfraqueça na sequência do esperado abrandamento da atividade económica, considera-se que permanecerá, em geral, resiliente, com parte do pressuposto ajustamento a verificar-se através de menos horas trabalhadas por indivíduo empregado e, apenas em certa medida, através de um aumento do desemprego. Estima-se que o rendimento disponível real tenha diminuído no primeiro semestre de 2022, sobretudo em resultado da inflação mais elevada, mas também de menores transferências orçamentais líquidas, devido à cessação de medidas de apoio associadas à COVID-19 – ainda que tal tenha, em parte, sido contrabalançado por medidas compensatórias relacionadas com a energia. O rendimento disponível real deverá continuar a descer até ao primeiro trimestre de 2023 e, depois, recuperar um pouco, perto do final do horizonte de projeção.

O rácio de poupança das famílias deverá continuar a diminuir face à queda dos rendimentos reais, atingindo o nível anterior à pandemia em finais de 2022 e registando depois uma ligeira recuperação em 2024. É provável que o rácio de poupança tenha diminuído de forma muito acentuada no primeiro semestre de 2022 e mais do que o anteriormente esperado, em virtude da normalização do comportamento de poupança dos consumidores, perante a flexibilização das restrições relacionadas com a pandemia, e dado que a poupança ajudou, em parte, a amortecer, o impacto da inflação excecionalmente elevada. Espera-se um novo decréscimo do rácio de poupança nos próximos trimestres, sobretudo porque as famílias dos grupos com rendimentos mais baixos e montantes relativamente pequenos de poupança passada poderão ter de reduzir os fluxos de poupança para financiar consumo essencial. Essas famílias estão muito expostas a choques de preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, mesmo que beneficiem de medidas orçamentais de apoio ao rendimento. As famílias mais abastadas e de mais idade poderão utilizar a poupança acumulada durante a pandemia⁶ para regularizar o seu consumo em virtude da inflação elevada, apesar de se projetar que a inflação cause uma forte erosão do poder de compra dessa poupança, levando a uma redução progressiva o seu papel de amortecedor. Em 2024, com a convergência da inflação para o objetivo, o rácio de poupança

⁶ A poupança acumulada durante a pandemia concentrou-se sobretudo nas famílias mais abastadas. Ver Dossche, M., Georgarakos, D., Kolndrekaj, A. e Tavares, F., “Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption”, *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2022.

começará a aumentar novamente, permanecendo, porém, abaixo dos níveis prévios à pandemia.

Caixa 1

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

Em comparação com as projeções de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, os pressupostos técnicos incluem taxas de juro mais elevadas, preços do petróleo um pouco mais baixos, preços por grosso do gás e da eletricidade

significativamente 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 22 de agosto de 2022. 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 futuros. Seguindo esta metodologia, obtém-se para estas taxas de juro de curto prazo um nível médio de 0,2% em 2022, 2,0% em 2023 e 2,1% 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 1,6% em 2022, aumentando progressivamente durante o horizonte de projeção para 2,2% em 2024⁷. Em comparação com as projeções de junho de 2022, as expectativas do mercado em relação às taxas de juro de curto prazo foram revistas em alta, em cerca de 20, 70 e 50 pontos base para 2022, 2023 e 2024, respetivamente, em resultado das expectativas de um aumento geral da reestruturabilidade da política monetária. Tal conduziu também a uma revisão em alta das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo, em cerca de 20 pontos base para o conjunto do horizonte de projeção.

Os pressupostos técnicos relativos aos preços do petróleo foram revistos em baixa, devido à procura mais fraca e à subida da oferta.

A UE impôs um embargo parcial a petróleo bruto e produtos petrolíferos russos, assim como uma proibição de seguros marítimos de exportações de petróleo da Rússia, que entrará em vigor até ao final do ano. Até à data, apesar de as exportações russas de petróleo para países ocidentais terem diminuído 1,3 milhões de barris por dia em julho, em comparação com a média de 2021, a Rússia conseguiu reencaminhar esses fluxos de petróleo para a Ásia. Preveem-se novas descidas substanciais dos fluxos de petróleo da Rússia no início de 2023. Na data de fecho da informação das projeções, a pressão em sentido ascendente sobre os preços do petróleo decorrente dos riscos relacionados com o abastecimento de petróleo russo tinha sido mais do que compensada por aumentos da produção mundial de petróleo, com a produção de petróleo do grupo dos principais produtores de petróleo da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP+) agora perto dos níveis anteriores à pandemia e a esperada procura de petróleo mais baixa, em consonância com a deterioração das perspetivas económicas mundiais. Assim, pressupõe-se que o preço do barril de petróleo bruto Brent – baseado na média

⁷ 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 no horizonte de projeção.

dos preços dos futuros nos três dias úteis anteriores à data de fecho da informação – desça de 105,4 dólares dos Estados Unidos em 2022 para 83,6 em 2024.

Os preços por grosso do gás e da eletricidade continuam a subir em flecha, ao passo que os preços das matérias-primas alimentares desceram. As tensões relacionadas com o

abastecimento de gás russo à Europa intensificaram-se desde o final de julho, altura em que a Gazprom baixou os fluxos de gás através do gasoduto Nord Stream 1 para apenas 20% dos volumes habituais, reduzindo o abastecimento global de gás da Rússia em cerca de 80%.

Os esforços da UE para substituir o gás russo, recorrendo aos mercados mundiais de gás, bem como os receios de uma cessação completa dos fluxos de gás da Rússia, fizeram disparar os preços do gás, com preços de transação na facilidade de transferência de títulos (*Title Transfer Facility* – TTF) neerlandesa superiores a 270 euros por *megawatt*-hora (MWh) em meados de agosto. A curva dos futuros do gás registou uma forte deslocação em sentido ascendente desde as projeções de junho (137% no que respeita ao segundo semestre de 2022, 191% no tocante a 2023 e 163% quanto a 2024), mas permanece numa situação de *backwardation* (ou seja, os preços dos futuros do gás são inferiores aos preços à vista). Os preços por grosso dos futuros da eletricidade, que servem de guia para as projeções, também foram objeto de uma substancial revisão em alta e apontam para níveis de preços persistentemente elevados. O impacto dos pressupostos relativos aos preços dos produtos energéticos, alternativos aos incluídos nas projeções de referência, é refletido na análise de sensibilidade apresentada na caixa 4. Pressupõe-se que, por tonelada e com base nos preços dos futuros, as licenças de emissão no âmbito do Sistema de Comércio de Licenças de Emissão da UE (também referido como “Comércio Europeu de Licenças de Emissão” ou “CELE”) se situem em 87,0 euros em 2022, 93,9 euros em 2023 e 97,7 euros em 2024.

Espera-se que os preços em dólares dos Estados Unidos das matérias-primas não energéticas subam em 2022 e desçam em 2023 e 2024, tendo sido revistos em baixa em comparação com as projeções de junho de 2022, devido, em particular, a uma descida dos preços das matérias-primas alimentares.

Quanto às taxas de câmbio bilaterais, pressupõe-se que, durante o horizonte de projeção, permanecem inalteradas nos níveis médios prevaletentes no período de três dias úteis findo na data de fecho da informação. Tal implica uma taxa de câmbio média de 1,05 dólares

dos Estados Unidos por euro em 2022 e 1,01 dólares por euro em 2023 e 2024, sendo estes valores cerca de 4% mais baixos do que os avançados nas projeções de junho de 2022.

O pressuposto acerca da taxa de câmbio efetiva do euro implica uma depreciação de 2%, comparativamente as projeções de junho de 2022.

Quadro

Pressupostos técnicos

	Setembro de 2022				Junho de 2022			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	-0,5	0,2	2,0	2,1	-0,5	0,0	1,3	1,6
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	0,1	1,6	2,1	2,2	0,1	1,4	1,9	2,1
Preço do petróleo (USD/barril)	71,1	105,4	89,8	83,6	71,1	105,8	93,4	84,3
Preços do gás natural (EUR/MWh)	47	168	235	165	47	99	81	63
Preços das matérias-primas não energéticas, em USD (variação anual, em percentagem)	42,1	7,1	-9,8	-1,2	42,1	14,4	-4,9	-6,3
Licenças de emissão do CELE (EUR/tonelada)	53,2	87,0	93,9	97,7	53,2	88,7	93,2	97,3
Taxa de câmbio USD/EUR	1,18	1,05	1,01	1,01	1,18	1,07	1,05	1,05
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE42) (T1 1999 = 100)	120,8	115,8	113,9	113,9	120,8	116,7	116,1	116,1

Projeta-se uma ligeira contração do investimento em habitação, devido à deterioração das condições de financiamento e à persistente incerteza.

Estima-se que o investimento em habitação já tenha registado uma contração no segundo trimestre de 2022, tendo em conta que a guerra da Rússia contra a Ucrânia exacerbou a escassez de mão de obra e matérias-primas. No curto prazo, projeta-se que o aumento assinalável das taxas dos empréstimos à habitação e a persistente incerteza relacionada com os produtos energéticos e a guerra pesem sobre o investimento em habitação, induzindo uma descida prolongada desde o segundo semestre de 2022 até ao final de 2023. Subsequentemente, o crescimento do investimento em habitação deverá ser muito fraco no resto do horizonte de projeção, face a nova deterioração das condições de financiamento em resultado da continuação da normalização das taxas de juro, compensando o impacto dos efeitos positivos do “Q” do Tobin⁸ e da subida do rendimento disponível.

O investimento empresarial deverá diminuir no curto prazo, restringido por custos de financiamento mais altos, elevada incerteza e preços crescentes dos produtos energéticos, mas recuperar com a atenuação dos fatores adversos.

Após uma evolução subjacente positiva no primeiro semestre de 2022, como sugerido pelos dados que têm vindo a ser disponibilizados, os indicadores de inquéritos apontam para uma trajetória horizontal, ou mesmo descendente, da atividade de investimento no segundo semestre do ano. Embora os inquéritos ainda sugiram que os fabricantes de bens de investimento enfrentam uma procura relativamente forte, a subida em curso das taxas de juro, a incerteza relacionada com a guerra na Ucrânia e os preços mais altos dos produtos energéticos levaram à queda da confiança das empresas e a expectativas mais baixas para a atividade empresarial no setor dos bens de investimento. Estes fatores e as pressupostas restrições do abastecimento de gás funcionarão como um entrave ao crescimento do investimento no curto prazo. O investimento deverá recuperar após o inverno de 2022/2023, partindo do pressuposto de que os estrangulamentos da oferta e as

⁸ O “Q” de Tobin é o valor de uma habitação já existente dividido pelo seu custo de construção.

restrições do abastecimento de gás continuam a abrandar e a incerteza diminui. No médio prazo, espera-se um impacto positivo da captação de investimento privado do programa do NGEU, ainda que a execução do programa tenha sido adiada para os próximos trimestres no tocante a alguns países. O investimento também será apoiado pelas necessárias despesas de capital elevadas relacionadas com a descarbonização da economia europeia, incluindo no contexto do processo de transição para o abandono da dependência do aprovisionamento energético russo (em consonância com a proposta “REPowerEU”, um plano para reduzir rapidamente a dependência de combustíveis fósseis russos e acelerar a transição ecológica).

Caixa 2

Enquadramento internacional

A economia mundial está a abrandar, devido às repercussões, na atividade económica, da inflação elevada, das condições financeiras mais restritivas e dos fatores adversos remanescentes relacionados com a oferta. A guerra na Ucrânia fez subir os preços das matérias-primas energéticas e veio perturbar as cadeias mundiais de abastecimento alimentar, intensificando as pressões inflacionistas a nível mundial e suscitando preocupações quanto à segurança alimentar mundial. Apesar de uma flexibilização sustentada das restrições relacionadas com a pandemia desde a primavera nas principais economias avançadas ter ajudado a apoiar o consumo nos setores das viagens e dos serviços de hospitalidade, pressões inflacionistas excecionalmente fortes, que obrigaram os bancos centrais a aumentar a restritividade da política monetária, estão a pesar sobre o rendimento disponível e a poupança acumulada durante a pandemia.

As perspetivas de crescimento mundial são bastante fracas, projetando-se que o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) seja de 2,9% em 2022, 3,0% em 2023 e 3,4% em 2024. De um modo geral, espera-se que a economia mundial registe uma taxa de crescimento ligeiramente inferior à sua média de longo prazo no corrente e no próximo ano, face ao abrandamento do crescimento económico nas economias avançadas e emergentes. Em comparação com as projeções de junho de 2022, o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) foi revisto em baixa em 0,1 pontos percentuais para 2022, 0,4 pontos percentuais para 2023 e 0,2 pontos percentuais para 2024. A deterioração das perspetivas para os Estados Unidos e a China explica a maior parte das revisões em baixa do crescimento ao longo do horizonte de projeção. No Reino Unido, a subida acentuada dos preços dos produtos energéticos deverá pesar significativamente sobre a atividade, que se projeta que diminua na viragem do ano. As revisões em baixa do crescimento para este ano são, em parte, compensadas por uma recessão na Rússia um pouco mais suave do que o antes esperado – tendo o país demonstrado, até ao momento, ser mais resiliente a sanções económicas – e por uma atividade mais forte do que anteriormente esperado em algumas economias emergentes de grande dimensão, como o Brasil, o México e a Turquia.

Em consonância com o crescimento mundial, as perspetivas para o comércio mundial também se deterioraram. O enfraquecimento da atividade na indústria transformadora mundial pesa sobre o comércio, que já tinha começado a desacelerar na primavera de 2022, como evidenciado pelo menor dinamismo do comércio de bens. As perspetivas para o comércio mundial deterioraram-se, como sugerido pelos dados dos inquéritos sobre novas encomendas de

exportações na indústria transformadora, que permaneceram em níveis contracionistas em agosto. As perspetivas mais fracas para a procura e a melhoria da oferta ajudaram a aliviar as pressões sobre as cadeias de abastecimento, que, porém, ainda persistem. Em resultado, espera-se que o comércio mundial (excluindo a área do euro) registre um crescimento de 4,6% em 2022, 2,7% em 2023 e 3,4% em 2024, devendo a procura externa da área do euro ser um pouco mais fraca, especialmente em 2023. Em comparação com as projeções de junho de 2022, as perspetivas quanto ao comércio mundial e à procura externa da área do euro foram revistas em baixa para os últimos anos do horizonte de projeção. No tocante ao corrente ano, foram, todavia, objeto de uma revisão em alta, devido à dinâmica mais forte do que o anteriormente esperado do comércio nas economias avançadas no início de 2022, em especial no Reino Unido e em países europeus não pertencentes à área do euro.

As pressões inflacionistas mundiais continuaram a ser generalizadas e elevadas, devido aos picos dos preços das matérias-primas, às remanescentes restrições da oferta, à procura ainda relativamente robusta e à restritividade dos mercados de trabalho, mas espera-se que diminuam com a estabilização dos mercados de matérias-primas e o enfraquecimento do crescimento. A inflação global nos países da Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) desceu ligeiramente para 10,2% em julho de 2022, face a 10,3% em junho, tendo um aumento da inflação subjacente sido mais do que compensado por um contributo menor da inflação dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. A inflação mundial deverá permanecer elevada no curto prazo, impulsionada pelos preços elevados das matérias-primas, bem como pela acumulação de fortes pressões internas e mundiais, devido à restritividade dos mercados de trabalho mundiais. Contudo, projeta-se que a pressuposta descida dos preços das matérias-primas em consonância com os respetivos futuros, assim como a deterioração do crescimento mundial, atenuem as pressões inflacionistas no médio prazo.

Quadro

Enquadramento internacional

(variação anual em percentagem)

	Setembro de 2022				Junho de 2022			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	6,4	2,9	3,0	3,4	6,4	3,0	3,4	3,6
Comércio mundial (excluindo a área do euro)¹⁾	12,5	4,6	2,7	3,4	12,3	4,3	3,1	3,7
Procura externa da área do euro²⁾	10,5	4,5	1,8	3,3	10,4	3,4	2,2	3,5

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

Considera-se que a atenuação dos estrangulamentos da oferta e a depreciação do euro apoiarão as exportações extra-área do euro em 2022, esperando-se, porém, que o abrandamento da economia mundial pese sobre o comércio da área do euro em 2023. Os dados de alta frequência e os indicadores prospetivos apontam para uma ligeira atenuação dos estrangulamentos da oferta no segundo trimestre de 2022, após o máximo histórico de escassez de equipamento e dos custos do transporte marítimo de mercadorias atingido no primeiro trimestre. Posteriormente a um aumento temporário em março e abril devido à guerra na Ucrânia, os prazos de entrega dos fornecedores diminuíram, no verão, com maior celeridade do que o esperado. A atenuação dos estrangulamentos da oferta e a depreciação do euro deverão apoiar as exportações extra-área do euro em 2022,

não obstante a fraca procura externa. No entanto, prevê-se que o abrandamento da economia mundial (ver a caixa 2) pese sobre o comércio em 2023. De um modo geral, o crescimento das exportações foi revisto em alta para 2022 e em baixa para 2023. Uma atividade económica sólida no primeiro semestre de 2022 deverá elevar os volumes das importações extra-área do euro. Espera-se que as exportações líquidas deem um contributo neutro para o crescimento do PIB em 2022, mas contribuam positivamente em 2023 e 2024. Contudo, a balança corrente da área do euro não deverá recuperar até ao final do horizonte de projeção. Tal advém dos preços dos produtos energéticos, sobretudo os preços do gás, que deverão permanecer persistentemente elevados, não obstante alguma moderação face aos níveis atuais. A forte subida dos preços dos produtos energéticos desde as projeções de junho implica uma nova grande deterioração dos termos de troca e da balança comercial da área do euro, devendo ambos melhorar apenas a partir de 2023.

Espera-se que o mercado de trabalho enfraqueça na sequência do abrandamento da atividade económica, mas permaneça globalmente ainda bastante resiliente. Na sequência de um aumento de 0,4% no segundo trimestre de 2022, apoiado pelos efeitos positivos da reabertura da economia após a pandemia de COVID-19, o emprego total situa-se num nível semelhante ao previsto, tendo em conta a sua relação histórica com o PIB. Projeta-se que o crescimento do emprego seja mais baixo no segundo semestre de 2022, dada a menor procura de mão de obra em resultado dos estrangulamentos da oferta, bem como a inflação elevada e a incerteza acrescida. No médio prazo, projeta-se que seja de 0,2%, tanto em 2023 como em 2024. Embora, a curto prazo, seja de esperar que as empresas recorram à retenção de mão de obra, nomeadamente mediante a redução do número de horas trabalhadas, esperam-se alguns despedimentos numa fase posterior do ciclo. Como consequência, após uma descida para 6,6% no segundo trimestre de 2022, a taxa de desemprego deverá subir lentamente, atingindo 7,0% em 2024. A produtividade por pessoa empregada deverá diminuir de modo acentuado, passando de 3,8% em 2021 para 1,1% em 2022 e 0,7% em 2023. Deverá recuperar em 2024, situando-se em 1,7%, devido, em parte, a efeitos de composição, visto que os despedimentos afetarão os trabalhadores menos produtivos.

Em comparação com as projeções de junho de 2022, o crescimento real do PIB foi objeto de uma revisão em alta de 0,3 pontos percentuais no que respeita a 2022, mas revisto em baixa em 1,2 pontos percentuais para 2023 e 0,2 pontos percentuais para 2024. A revisão em alta para 2022 reflete um dinamismo mais forte do que o esperado do crescimento no primeiro semestre, que é parcialmente compensado pela revisão em baixa do crescimento no segundo semestre, decorrente da elevada incerteza, da queda da confiança, da inflação mais elevada que comprime os rendimentos reais e das perturbações do abastecimento de gás natural no contexto da guerra na Ucrânia. Estes fatores explicam igualmente uma revisão em baixa bastante forte do crescimento no primeiro trimestre de 2023. Considera-se que a recuperação do crescimento trimestral do PIB começará no segundo trimestre de 2023, ainda que a um ritmo mais lento do que o esperado nas projeções de junho. A ligeira revisão em baixa para 2024 reflete a natureza

persistente dos choques subjacentes às revisões em baixa para o ano anterior, impedindo uma retoma mais rápida da atividade.

Caixa 3

Cenário pessimista relacionado com a guerra na Ucrânia e cortes de aprovisionamento energético

Dada a atual incerteza em torno das perspetivas económicas para a área do euro devido à guerra da Rússia contra a Ucrânia, esta caixa apresenta um cenário pessimista. Implica um corte completo dos fluxos russos de gás e de petróleo transportado por via marítima para a área do euro, com pouca margem de acesso a fontes alternativas de abastecimento de gás. Pressupõe também preços mais altos das matérias-primas, uma incerteza elevada, um comércio mais fraco e uma deterioração das condições de financiamento em comparação com as projeções de referência. Por conseguinte, a atividade económica sofreria choques adversos mais fortes e seria consideravelmente mais fraca do que nas projeções de referência, sendo o crescimento do PIB no próximo ano acentuadamente negativo. A inflação seria mais elevada, em especial a médio prazo (quadro A).

Quadro A

Projeções de referência de setembro de 2022 e cenário pessimista para a área do euro

(variação anual em percentagem, salvo indicação em contrário)

	Projeções de referência de setembro de 2022			Cenário pessimista		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIB real	3,1	0,9	1,9	2,8	-0,9	1,9
IHPC	8,1	5,5	2,3	8,4	6,9	2,7
IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares	3,9	3,4	2,3	3,9	3,5	2,4

O cenário pressupõe que a guerra na Ucrânia é muito prolongada, implicando tensões geopolíticas persistentes. Parte-se do pressuposto de que todos os regimes de sanções sejam mantidos em vigor, o que resultaria em choques maiores e mais duradouros para a área do euro.

O cenário caracteriza-se por um aumento da incerteza, que se traduz num ajustamento substancial dos diferenciais das obrigações de empresas e nos mercados acionistas e numa deterioração das condições de concessão de crédito bancário, tanto a nível interno como mundial.

Em contraste com as projeções de referência, o cenário tem como pressupostos a inexistência de qualquer possibilidade de substituição do abastecimento de gás e a impossibilidade de substituição completa do petróleo, a ausência de uma resposta coordenada à escassez de produtos energéticos e um inverno invulgarmente frio, o que desencadearia uma maior procura de produtos energéticos. As projeções de referência de setembro de 2022 pressupõem uma substituição substancial do gás russo através de fornecedores alternativos, a ausência de escassez de petróleo, uma aplicação plena do plano a nível da UE para redução do consumo de gás e condições meteorológicas normais no inverno. As condições mais restritivas de aprovisionamento energético no cenário pessimista, que apenas se reequilibram no médio prazo, a par de ajustamentos limitados da procura, devido, em parte, às pressupostas condições meteorológicas difíceis no inverno, resultariam em preços dos produtos energéticos ainda mais elevados do que os subjacentes às projeções de referência, mas também em alguma

necessidade de racionamento da energia utilizada como fator de produção. Os países dependentes do abastecimento de gás e petróleo russos teriam, portanto, de proceder a cortes de produção.

Pressupõe-se que os preços dos produtos energéticos e das matérias-primas alimentares aumentem substancialmente, em virtude de graves perturbações da oferta. O corte completo do abastecimento de gás russo à Europa e o seu pressuposto não regresso ao mercado durante o horizonte de projeção faz subir de forma acentuada os preços do gás (53% acima das projeções de referência para o conjunto do horizonte) no contexto de um mercado europeu do gás muito restritivo (quadro B). O cenário pressupõe ainda que os fluxos de petróleo da Rússia para a UE sejam abruptamente perturbados a partir do quarto trimestre de 2022, com a entrada em vigor do embargo petrolífero. A pressuposta capacidade limitada da Rússia para redirecionar o petróleo para os mercados mundiais através de países não sujeitos a sanções resulta numa redução da oferta mundial, elevando os preços do petróleo para 60% acima dos pressupostos subjacentes às projeções de referência no final do corrente ano. Os preços do petróleo diminuiriam, então, gradualmente a partir do terceiro trimestre de 2023, com o reequilíbrio do mercado petrolífero, e estabilizariam 38% acima das projeções de referência em 2024. Pressupõe-se que os outros membros da OPEP+ não compensam a escassez de petróleo bruto da Rússia. No que respeita às matérias-primas alimentares, o cenário pressupõe uma queda de cerca de 30% das exportações russas e ucranianas de cereais e milho. O aumento dos custos dos produtos energéticos e dos preços dos fertilizantes faz subir ainda mais os preços mundiais dos produtos alimentares. O choque alimentar persiste ao longo de 2023 e a escassez é apenas gradualmente compensada por outros abastecimentos, o que resulta em preços internacionais das matérias-primas alimentares, no primeiro trimestre de 2023, 24% superiores aos pressupostos nas projeções de referência e 33% mais elevados em 2024.

Quadro B

Pressupostos do cenário pessimista

(desvios anuais, em percentagem, face aos níveis das projeções de referência, salvo indicação em contrário)

	2022	2023	2024
Preço do gás			
(EUR/Mwh)	202,3	360,6	253,4
(desvio face aos níveis das projeções de referência, em percentagem)	20,5	53,2	53,2
Preço do petróleo			
(USD/barril)	119,7	138,2	115,7
(desvio face aos níveis das projeções de referência, em percentagem)	13,5	54,0	38,4
Preço dos produtos alimentares	4,3	29,5	33,3
Procura externa da área do euro	-0,7	-4,6	-5,8
Taxas ativas bancárias para as empresas (final do ano, em pontos base)	46,2	56,1	54,5
Preços das ações (final do ano)	-9,7	-5,3	-4,9

A atividade e o comércio mundiais (excluindo a área do euro) seriam negativamente afetados, o que pesaria muito sobre a procura externa da área do euro. No cenário pessimista, o PIB mundial (excluindo a área do euro) seria mais baixo em relação aos níveis das projeções de referência de setembro de 2022, em 0,2% em 2022 e 1,3% em 2023. Uma guerra mais prolongada e intensa e eventuais sanções adicionais mantidas até 2024, a par de preços

mais elevados das matérias-primas, contribuiriam de forma significativa para a queda do PIB mundial face às projeções de referência. Além disso, maiores perturbações do comércio e das cadeias de valor mundiais são os principais fatores impulsionadores dos efeitos do cenário na procura externa da área do euro, a qual seria 0,7% mais baixa em 2022 e 4,6% em 2023, em comparação com as projeções de referência. A incerteza e os fatores financeiros representam mais um entrave em sentido descendente.

Uma maior incerteza económica a nível interno implicaria uma reavaliação significativa do preço dos instrumentos do mercado e uma deterioração das condições de concessão de crédito bancário.

O cenário pressupõe um novo aumento da incerteza entre setembro e dezembro de 2022, refletindo a continuação do conflito intenso e a deterioração do aprovisionamento energético. Tal eleva a volatilidade nos mercados financeiros, o que afetaria negativamente a confiança das empresas, dos consumidores e financeira. Os preços das ações desceriam cerca de 10% e os bancos voltariam a aumentar as taxas ativas, em cerca de 50 pontos base, para compensar os custos de financiamento acrescidos, bem como perdas esperadas nas carteiras de empréstimos.

O cenário pessimista implicaria um crescimento económico médio mais fraco na área do euro em 2022, uma contração em 2023, seguida de uma recuperação forte, mas incompleta, em 2024.

Os efeitos de perturbações da produção baseiam-se numa avaliação da magnitude de substituição de produtos energéticos na economia⁹, ao passo que os efeitos macroeconómicos adicionais do cenário geral foram avaliados utilizando o modelo ECB-BASE¹⁰. Em comparação com as projeções de referência, no cenário pessimista, o crescimento real do PIB da área do euro seria mais baixo 0,3 pontos percentuais em 2022 e 1,8 pontos percentuais em 2023, estabilizando em 2024 na taxa de crescimento avançada nas projeções de referência (gráfico). O crescimento médio anual em 2022 continuaria a ser positivo, mas o PIB diminuiria de forma acentuada no último trimestre de 2022 e no primeiro trimestre de 2023. Um dos principais fatores impulsionadores do perfil adverso do PIB é a perturbação da produção, devido à escassez de aprovisionamento energético. Com a atenuação do impacto das perturbações da oferta, em virtude da substituição gradual de fatores de produção energéticos e do ajustamento económico, a recessão seria seguida de um crescimento moderado do PIB, ainda que o nível do PIB no cenário pessimista permaneça inferior ao das projeções de referência no final do horizonte.

Os grandes aumentos dos preços das matérias-primas implicam fortes pressões em sentido ascendente sobre os preços, prolongando o esperado período de inflação elevada.

O impacto dos preços mais altos dos produtos energéticos e das matérias-primas alimentares, bem como os cortes de produção relacionados com os produtos energéticos, resultariam numa inflação global consideravelmente mais elevada do que nas projeções de referência em 2022 e, em

⁹ A elasticidade da substituição de cortes de produção no cenário pessimista é obtida recorrendo ao método da função de elasticidade constante da substituição (*constant elasticity of substitution* – CES) de Bachmann, R., Baqaee, D., Kon, C., Kohn, M., Löschel, A., Moll, B., Peichl, A., Pittel, K. e Schularick, M., “What If? The Economic Effects for Germany of a Stop of Energy Imports from Russia”, *ECONtribute Policy Brief*, n.º 28, março de 2022, aprofundado em Borin, A., Conteduca, F.P., Di Stefano, E., Gunnella, V., Mancini, M. e Panon, L., “Quantitative assessment of the economic impact of the trade disruptions following the Russian invasion of Ukraine”, *Documentos de Trabalho Ocasionalis*, n.º 700, Banca d’Italia, junho de 2022. Essa elasticidade está relacionada com a possibilidade de substituir os produtos energéticos importados por recursos energéticos internos ou, de um modo mais geral, até que ponto os agentes económicos estão dispostos a reafetar a despesa com produtos energéticos importados a outros produtos.

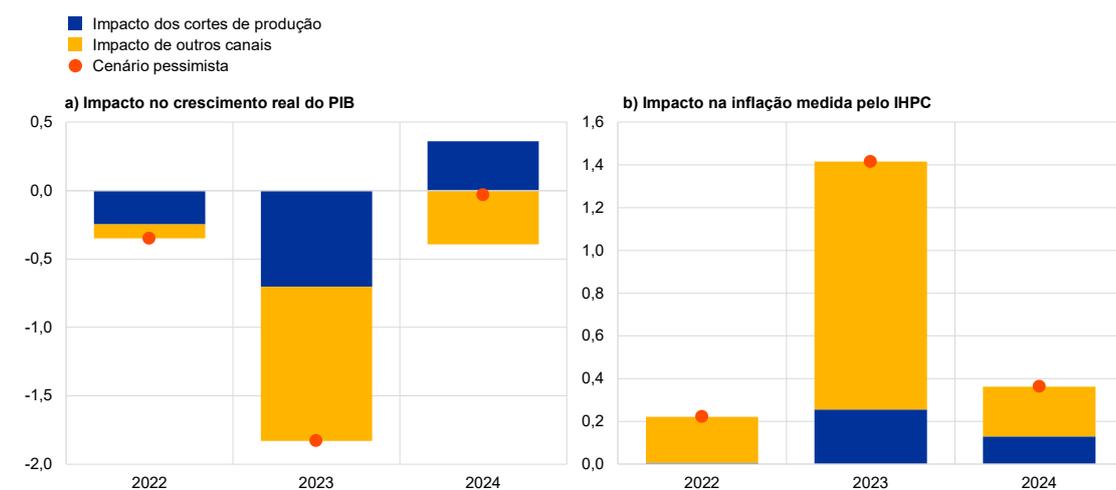
¹⁰ Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. e Zimic, S., “Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area”, *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2315, BCE, setembro de 2019.

especial, em 2023 (gráfico). As pressões ascendentes mais duradouras sobre os preços consideradas neste cenário devem-se, em grande medida, às trajetórias persistentemente mais elevadas dos preços das matérias-primas que o conflito prolongado implica, não obstante serem suavizadas pelo impacto atenuante da descida da procura numa fase posterior do horizonte.

Gráfico

Impacto no crescimento real do PIB e na inflação medida pelo IHPC na área do euro no cenário pessimista em comparação com as projeções de referência de setembro de 2022

(desvios face às projeções de referência de setembro de 2022, em pontos percentuais)



Esta análise está rodeada de um grau considerável de incerteza quanto à evolução dos preços dos produtos energéticos, às possibilidades de substituição e à reação da procura energética da economia. Algumas das principais características do cenário pessimista estão rodeadas de elevada incerteza. Os preços das matérias-primas, em especial os preços do gás, na Europa são extremamente voláteis na atual conjuntura (ver a caixa 4). Além disso, os efeitos de perturbações da produção geradas por restrições da quantidade de produtos energéticos (acionamento) dependem de até que ponto o gás russo é substituído por fontes alternativas de gás, em que medida o gás pode ser substituído por outros fatores de produção nos processos produtivos e da forma como a economia se ajusta aos preços. O cenário também não tem em conta possíveis respostas de política monetária e reações dos governos para estabilizar a produção, proteger as famílias com rendimentos mais baixos e/ou mitigar as repercussões dos preços mais elevados das matérias-primas nos preços no consumidor.

2 Perspetivas orçamentais

As projeções de referência incorporam algumas medidas adicionais de estímulo orçamental em comparação com as projeções de junho de 2022.

Tal reflete sobretudo uma nova reação dos governos à subida muito acentuada dos preços dos produtos energéticos e ao elevado custo de vida desde a invasão da Ucrânia pela Rússia, que ascende a cerca de 0,4 pontos percentuais do PIB em 2022. Com estas revisões, o estímulo orçamental total relacionado com os produtos energéticos e a guerra na Ucrânia incorporado nas projeções sobe para 1,4% do PIB em 2022¹¹. Projeta-se que cerca de um quarto deste estímulo orçamental – em particular, a despesa com o reforço das capacidades de defesa e o apoio a refugiados – continue a ter um impacto orçamental em 2023 e 2024. Estas medidas suplementares em 2022 e a sua inversão parcial em 2023 explicam, em geral, as revisões da orientação orçamental, em comparação com as projeções de junho de 2022 (quadro 1). Todavia, relativamente a 2022, fatores não discricionários – decorrentes de cobranças de receitas fiscais, no primeiro semestre de 2022, melhores do que o esperado e que excedem os níveis sugeridos pelas bases fiscais macroeconómicas – compensam, em parte, o estímulo adicional. A orientação orçamental é também afetada por um nível mais elevado, em termos nominais, de consumo público e transferências públicas, em parte relacionado com ajustamentos dos salários no setor público e, em especial, das pensões, assim como por um investimento público ligeiramente inferior ao previsto nas projeções de junho. Em geral, após uma forte expansão em 2020 e algum aumento da restritividade em 2021, projeta-se que a orientação orçamental da área do euro, corrigida das subvenções do NGEU, continue a tornar-se um pouco mais restritiva, particularmente em 2023, espelhando sobretudo a inversão do apoio no contexto da crise da COVID-19 e a redução do apoio energético. No que respeita a 2024, projeta-se que a orientação orçamental seja neutra.

Projeta-se que o saldo orçamental da área do euro registe uma melhoria constante no período até 2024, mas em menor grau do que o indicado nas projeções de junho de 2022.

Ao longo do horizonte de projeção, considera-se que a melhoria do saldo orçamental será impulsionada, primeiramente, pela componente cíclica e, em seguida, pelo nível mais baixo do défice primário corrigido do ciclo. No final do horizonte, projeta-se que o saldo orçamental se situe em -2,7% do PIB e, portanto, permaneça muito abaixo do nível anterior à pandemia (-0,7%). Após o aumento acentuado em 2020, espera-se que a dívida pública agregada da área do euro diminua no conjunto do horizonte de projeção e atinja cerca de 90% do PIB em 2024, situando-se ainda acima do nível registado antes da pandemia (84%). Este decréscimo deve-se principalmente aos diferenciais favoráveis entre taxa de juro e taxa de crescimento, em virtude do crescimento nominal do PIB, que mais do que

¹¹ Excluindo as medidas compensatórias relacionadas com os produtos energéticos, aprovadas pelos governos antes de 24 de fevereiro, o apoio total em resposta à guerra ascende a 1,2% do PIB em 2022. Estima-se que tal tenha um impacto de 0,5 pontos percentuais no crescimento e de -0,6 pontos percentuais na inflação em 2022, valores ligeiramente superiores aos avançados nas projeções de junho. Em 2023, tendo em conta o momento e a composição das medidas, estima-se que o impacto no crescimento se desvança, considerando-se que o impacto na inflação será praticamente invertido.

compensa os défices primários persistentes, embora em diminuição. Em comparação com as projeções de junho de 2022, a trajetória do saldo orçamental foi revista em baixa para 2023 e 2024, devido sobretudo à deterioração da componente cíclica. Estes fatores também deram o principal contributo para a revisão em alta do rácio da dívida agregada da área do euro até 2024.

3 Preços e custos

Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC registre uma ligeira subida adicional no resto do ano, face aos níveis já muito elevados atingidos no verão (gráfico 3).

A subida acentuada da inflação global em 2022 reflete grandes aumentos dos preços no consumidor dos produtos energéticos (apenas parcialmente mitigados por medidas governamentais) e dos preços dos produtos alimentares; uma subida forte dos preços dos produtos industriais não energéticos, perante a persistência do impacto de perturbações das cadeias de abastecimento; e efeitos em sentido ascendente sobre os preços dos serviços decorrentes da reabertura dos segmentos do setor dos serviços com uma grande componente de contacto. Estes aumentos generalizados espelham uma subida extraordinária dos custos de produção, refletida nos preços no produtor, aliada a uma procura ainda bastante robusta até meados de 2022. Espera-se que a inflação medida pelo IHPC comece a diminuir de forma gradual no decurso do último trimestre de 2022, devido sobretudo a efeitos de base em sentido descendente na componente de produtos energéticos, presentes predominantemente na componente de combustíveis. A partir do início de 2023, os preços da eletricidade e, em particular, os preços do gás também deverão contribuir para a moderação da inflação. As diferenças na persistência da inflação dos preços dos vários produtos energéticos refletem diferentes perfis de preços dos futuros do petróleo, da eletricidade por grosso e do gás (caixa 1), a menor frequência de ajustamentos de preços da eletricidade e do gás do que dos combustíveis e as distintas medidas orçamentais adotadas pelos países. No sentido de ter em conta a elevada incerteza associada à recente volatilidade extrema, em particular nos preços por grosso do gás e da eletricidade, a caixa 4 apresenta uma análise de sensibilidade para a inflação medida pelo IHPC com base em vários pressupostos subjacentes para as matérias-primas energéticas. Na sequência de um novo aumento das taxas de inflação já altas dos preços dos produtos alimentares em 2022, devido aos custos elevados dos fatores de produção energéticos e aos preços altos dos fertilizantes e das matérias-primas alimentares internacionais e da área do euro, espera-se que a inflação dos preços dos produtos alimentares comece a registar uma moderação em 2023, face à diminuição destas pressões sobre os custos. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá permanecer elevada durante o resto do ano, situando-se no nível atingido no terceiro trimestre, em virtude dos efeitos indiretos dos preços dos produtos energéticos, bem como do impacto dos estrangulamentos da oferta e da reabertura da economia.

Gráfico 3

IHPC da área do euro

(variação anual em percentagem)



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

A inflação global deverá baixar de uma taxa média de 8,1% em 2022 para 5,5% em 2023 e 2,3% em 2024.

Este perfil da inflação global reflete descidas, em diferentes graus, das taxas de variação homólogas de todas as principais componentes. A descida da inflação dos preços dos produtos energéticos acima descrita deverá continuar ao longo de 2023 e 2024, em consonância com os pressupostos de que os preços do petróleo e do gás seguem o perfil descendente das respetivas curvas de futuros. O impacto destes pressupostos mais do que compensa algum impacto em sentido ascendente da inversão das medidas orçamentais temporárias relacionadas com a energia e das medidas nacionais em matéria de alterações climáticas previstas para 2023 e 2024 em alguns países. Espera-se que a inflação dos preços dos produtos energéticos dê apenas um contributo muito reduzido para a inflação global em 2024. No seguimento da subida em 2022, espera-se também que a inflação dos preços dos produtos alimentares registre uma moderação, impulsionada por efeitos de base em sentido descendente em meados de 2023 e pela atenuação das pressões em sentido ascendente sobre os preços decorrentes do aumento acentuado dos custos de produção associado aos preços elevados dos produtos energéticos, dos fertilizantes e das matérias-primas alimentares. Refletindo o impacto desfasado dos custos de produção sobre os preços no consumidor, em particular do gás, espera-se que a inflação dos preços dos produtos alimentares permaneça muito acima da sua média histórica em 2024. Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares registre uma moderação apenas no decurso de 2023, situando-se, em média, em 3,4% nesse ano e em 2,3% em 2024. A descida deverá seguir-se ao desvanecimento do impacto ascendente dos estrangulamentos da oferta e dos efeitos da reabertura da economia, aliado a efeitos desfasados do abrandamento do crescimento e a alguma atenuação dos efeitos indiretos dos preços mais altos dos produtos energéticos. Ao mesmo tempo, o nível ainda ligeiramente elevado em 2024 reflete o impacto desfasado da depreciação da taxa de câmbio efetiva do euro, a restritividade dos mercados de trabalho e alguns efeitos de segunda ordem nos salários. Espera-se que os salários apoiem a inflação

subjacente ao longo do horizonte de projeção, ao passo que as margens de lucro deverão amortecer alguns dos custos salariais mais elevados em 2023, projetando-se que recuperem algumas perdas em 2024.

Quanto à remuneração por trabalhador, projeta-se que registe uma taxa de crescimento de 4,0% em 2022 e 4,8% em 2023, regressando depois a 4,0% em 2024. O efeito dos regimes de manutenção de postos de trabalho faz subir o valor relativo a 2022. Corrigido deste fator, o esperado aumento do crescimento salarial entre 2022 e 2023 é ainda mais pronunciado e reflete mercados de trabalho robustos, aumentos do salário mínimo em alguns países e alguns efeitos de compensação pelas taxas de inflação elevadas. O crescimento dos custos unitários do trabalho deverá contribuir significativamente para a inflação interna em 2023, mas menos em 2024, devido tanto à moderação do crescimento dos salários como à recuperação do crescimento da produtividade.

As pressões sobre os preços das importações deverão ser substancialmente mais fortes do que as pressões internas sobre os preços em 2022, mas abrandar de forma acentuada nos últimos anos do horizonte de projeção.

O forte crescimento dos preços das importações em 2022 reflete, em grande medida, subidas dos preços das matérias-primas, em especial dos produtos energéticos, e um aumento dos fatores de produção importados relacionado com a escassez da oferta. Nos dois anos seguintes, espera-se que diminua consideravelmente, devido, em parte, à moderação dos preços dos produtos energéticos.

Em comparação com as projeções de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC foi objeto de uma revisão em alta de 1,3 pontos percentuais para 2022, 2,0 pontos percentuais para 2023 e 0,2 pontos percentuais para 2024. As revisões em alta dizem respeito, em geral, a todas as principais componentes, mas a revisão para 2024 deve-se, em larga escala, à componente de produtos energéticos. Refletem recentes surpresas em alta em termos de dados, pressões em sentido ascendente mais fortes e persistentes dos preços dos produtos energéticos (petróleo e gás) e aumentos relacionados dos custos de produção no setor dos produtos alimentares, um crescimento salarial mais forte e uma depreciação da taxa de câmbio efetiva do euro. Estes fatores mais do que compensam o impacto negativo das perspetivas de crescimento mais fracas.

Caixa 4

Análise de sensibilidade: trajetórias alternativas para os preços dos produtos energéticos

Devido à incerteza significativa em torno da evolução futura dos preços dos produtos energéticos, várias análises de sensibilidade avaliam as implicações mecânicas, para as projeções de referência, de trajetórias alternativas. Esta caixa começa por considerar os riscos, para as perspetivas de inflação a curto prazo, de movimentos excecionalmente fortes dos preços das matérias-primas energéticas, espelhando a evolução observada no passado recente. Subsequentemente, avalia-se o impacto das selecionadas trajetórias alternativas dos preços dos

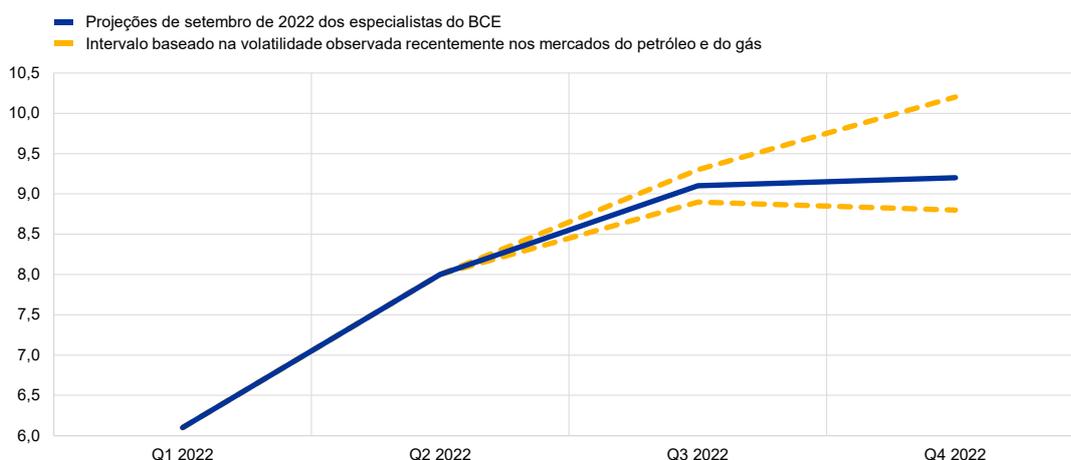
produtos energéticos no crescimento real do PIB e na inflação medida pelo IHPC ao longo de todo o horizonte de projeção.

As variações dos preços das matérias-primas do petróleo e do gás, em conformidade com as recentes grandes oscilações, sugerem uma elevada incerteza quanto às perspetivas de inflação a muito curto prazo. A atual elevada volatilidade dos preços do petróleo e, em particular, do gás aumentou fortemente a incerteza em torno das perspetivas de inflação a muito curto prazo. Esta forte volatilidade no curto prazo normalmente não é captada pela distribuição implícita nas opções em torno dos futuros (ver abaixo). Para avaliar essa sensibilidade de curto prazo, uma possibilidade consiste em considerar um intervalo (um limite superior e inferior) para as variações de curto prazo dos preços do petróleo e do gás e, em seguida, fazer previsões para a inflação a curto prazo com base nesse intervalo. Nesta análise de sensibilidade, esse intervalo é calculado a partir da subida e descida médias mensais máximas registadas nos mercados do petróleo e do gás entre janeiro de 2021 e agosto de 2022. Tal é depois integrado no conjunto de equações relativas aos produtos energéticos (combustíveis, eletricidade e gás) utilizadas pelos especialistas do BCE para a previsão da inflação a curto prazo. Durante este período, o aumento médio mensal máximo do nível dos preços do petróleo e dos preços do gás por grosso foi de 22,7 euros por barril para o petróleo e de 63,9 euros por *megawatt-hora* (MWh) para o gás. Pressupondo um aumento semelhante em setembro de 2022 à luz dos pressupostos utilizados nas projeções de setembro de 2022 (mantidos até ao final do ano), a inflação global aumentaria 0,2 pontos percentuais no terceiro trimestre de 2022 e 1,0 pontos percentuais no quarto trimestre – passando para, respetivamente, taxas de 9,3% e 10,2%, (ver o gráfico). Um decréscimo correspondente à descida máxima dos preços do petróleo em euros (17,8 euros) e dos preços do gás por grosso em euros (28,0 euros) teria um impacto de -0,2 pontos percentuais no terceiro trimestre de 2022 e de -0,4 pontos percentuais no quarto trimestre (situando-se em taxas de 8,9% e 8,8%, respetivamente).

Gráfico

Trajetórias alternativas da inflação medida pelo IHPC no curto prazo com base na volatilidade observada recentemente nos mercados do petróleo e do gás

(variação anual em percentagem)



Analisando o conjunto do horizonte de projeção, as trajetórias alternativas para os preços dos produtos energéticos são determinadas com base nos preços do petróleo implícitos nas opções e numa trajetória de preços constante. Nesta análise de sensibilidade, é utilizado

um índice sintético de preços dos produtos energéticos, que combina os preços dos futuros do petróleo e do gás. As trajetórias alternativas em sentido descendente e ascendente são calculadas a partir dos percentis 25 e 75 das densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções para os preços do petróleo em 22 de agosto de 2022 (a data de fecho da informação para os pressupostos técnicos). Na ausência de distribuições semelhantes para os preços do gás, estas são determinadas partindo dos percentis 25 e 75 de uma distribuição baseada em erros de previsão recentes dos preços dos futuros do gás. Além disso, parte-se de um pressuposto de preços constantes tanto para os preços do petróleo como para os preços do gás.

O impacto destas trajetórias alternativas é avaliado recorrendo a uma série de modelos macroeconómicos de especialistas do Eurosistema e do BCE utilizados nas projeções.

O impacto médio no crescimento real do PIB e na inflação nesses modelos é apresentado no quadro a seguir. Os resultados sugerem que os desvios em alta mais elevados em relação às projeções de referência para a inflação medida pelo IHPC são para os percentis 75 dos primeiros dois anos do horizonte e para os preços constantes do petróleo e do gás em 2024. No cenário baseado na trajetória constante, a inflação medida pelo IHPC situa-se em 2,9% em 2024. Em contraste, no cenário baseado no percentil 25, a inflação medida pelo IHPC desce para 1,6% em 2024. O impacto no crescimento real do PIB é de -0,1 pontos percentuais em 2023 e 2024 no percentil 75 e no pressuposto de preços constantes, ao passo que a trajetória do percentil 25 implicaria um crescimento mais elevado, de 0,1 pontos percentuais em 2023 e 0,2 pontos percentuais em 2024.

Quadro

Impacto de trajetórias alternativas dos preços dos produtos energéticos

	Trajetória 1: percentil 25			Trajetória 2: percentil 75			Trajetória 3: preços constantes		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<i>(desvios face aos níveis das projeções de referência, em percentagem)</i>									
Preço do petróleo	-3,3	-27,7	-41,3	3,3	20,3	30,7	2,4	16,4	25,0
Preço do gás	-3,4	-14,6	-24,2	3,4	14,6	24,2	-7,7	-7,0	32,4
<i>(desvios face às taxas de crescimento das projeções de referência, em pontos percentuais)</i>									
Crescimento real do PIB	0,0	0,1	0,2	0	-0,1	-0,1	0	-0,1	-0,1
Inflação medida pelo IHPC	-0,1	-0,8	-0,7	0,1	0,6	0,5	0	0,3	0,6

Notas: Os percentis 25 e 75 referem-se às densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções para os preços do petróleo em 22 de agosto de 2022 e, no caso dos preços do gás, a uma distribuição baseada em erros de previsão recentes dos preços dos futuros do gás. Os preços constantes do petróleo e do gás correspondem aos respetivos valores na mesma data. Os efeitos macroeconómicos são apresentados como médias de vários modelos macroeconómicos utilizados pelos especialistas do Eurosistema e do BCE.

Caixa 5

Previsões de outras instituições

Estão disponíveis 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 dos especialistas do BCE, visto que foram concluídas em momentos distintos. Além disso, essas projeções 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.

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		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
Projeções dos especialistas do BCE	Setembro de 2022	3,1	0,9	1,9	8,1	5,5	2,3
Barómetro da Zona Euro	Agosto de 2022	2,7	1,2	1,9	7,5	3,7	2,3
Consensus Economics	Agosto de 2022	2,8	0,9	1,9	7,8	4,1	1,9
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Julho de 2022	2,6	1,2	–	7,3	3,9	–
Inquérito a analistas profissionais	Julho de 2022	2,8	1,5	1,8	7,3	3,6	2,1
Comissão Europeia	Julho de 2022	2,6	1,4	–	7,6	4,0	–
OCDE	Junho de 2022	2,6	1,6	–	7,0	4,6	–

Fontes: Barómetro da Zona Euro da MJEconomics, de 18 de agosto de 2022 (os dados para 2024 são retirados do inquérito de julho de 2022); previsões da Consensus Economics, de 11 de agosto de 2022 (os dados para 2024 são retirados do inquérito de julho de 2022); *World Economic Outlook* do FMI, de 26 de julho de 2022; inquérito do BCE a analistas profissionais relativo ao terceiro trimestre de 2022, de 22 de julho de 2022; previsões económicas (intercalares) do verão de 2022 da Comissão Europeia, de 14 de julho de 2022; *Economic Outlook* n.º 111 de junho de 2022 da OCDE, de 8 de junho de 2022.

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.

As projeções de setembro de 2022 dos especialistas do BCE são superiores a outras previsões para o crescimento do PIB em 2022, mas inferiores à maioria para 2023, ao passo que, para a inflação, se situam acima da maior parte das restantes previsões no que respeita ao horizonte completo. As projeções para o crescimento elaboradas por especialistas do BCE situam-se ligeiramente acima do intervalo das outras previsões para 2022 (possivelmente devido à inclusão das mais recentes revisões em alta dos dados para o primeiro semestre do ano), mas abaixo da maioria das restantes previsões para 2023, estando em consonância com as demais previsões para 2024. No que diz respeito à inflação, as projeções dos especialistas do BCE são mais elevadas do que a maior parte das outras previsões para o conjunto do horizonte de projeção, e sobretudo para 2023, provavelmente devido à mais recente data de fecho da informação e aos pressupostos técnicos mais atualizados, que sugerem pressões sobre os preços mais fortes e mais persistentes e, por conseguinte, resultam numa inflação mais alta.

© Banco Central Europeu, 2022

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

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

Para uma definição da terminologia específica, consultar o [glossário do BCE](#) .

PDF ISSN 2529-458X, QB-CE-22-002-PT-N
HTML ISSN 2529-458X, QB-CE-22-002-PT-Q