



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

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

Setembro de 2023



Índice

1	Síntese	2
2	Economia real	4
	Caixa 1 Pressupostos técnicos sobre taxas de juro, preços das matérias-primas e taxas de câmbio	8
	Caixa 2 Enquadramento internacional	10
	Caixa 3 Análise de um cenário de potencial novo abrandamento e tensões financeiras na China e das repercussões para a área do euro	13
3	Perspetivas orçamentais	16
4	Preços e custos	18
	Caixa 4 Análises de sensibilidade: trajetórias alternativas dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares	24
	Caixa 5 Previsões elaboradas por outras instituições	26

1 Síntese

As perspetivas de curto prazo para o crescimento na área do euro deterioraram-se, ao passo que, no médio prazo, a economia deverá regressar gradualmente a um crescimento moderado face à recuperação da procura interna e externa. O ritmo de crescimento da atividade económica na área do euro foi fraco no primeiro semestre de 2023, não obstante o nível elevado de encomendas em atraso na indústria transformadora e a reversão dos preços elevados dos produtos energéticos. Além disso, verificou-se um amplo desvanecimento destes efeitos e os indicadores de curto prazo apontam para uma estagnação proximamente, atendendo às condições de financiamento mais restritivas, à fraca confiança das empresas e dos consumidores e à baixa procura externa num contexto de fortalecimento do euro. O crescimento deverá recuperar a partir de 2024, com a aproximação da procura externa da sua tendência pré-pandemia e a melhoria dos rendimentos reais, sustentada pela descida da inflação, pelo crescimento dinâmico dos salários nominais e pelo desemprego ainda baixo, embora ligeiramente a aumentar. No entanto, o crescimento continuará a ser travado pelas repercussões na economia real da maior restritividade da política monetária do BCE e das condições de concessão de crédito adversas e pela cessação gradual das medidas de apoio orçamental. De um modo geral, o crescimento real médio anual do PIB deverá abrandar de 3,4% em 2022 para 0,7% em 2023, recuperando depois para 1,0% em 2024 e 1,5% em 2025. Em comparação com as projeções de junho de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do produto interno bruto (PIB) foram revistas em baixa em 0,2 pontos percentuais para 2023, 0,5 pontos percentuais para 2024 e 0,1 pontos percentuais para 2025, refletindo uma revisão em baixa significativa das perspetivas de curto prazo, atendendo à deterioração dos indicadores baseados em inquéritos, às condições de financiamento mais restritivas – incluindo efeitos mais adversos sobre a oferta de crédito – e à taxa de câmbio mais forte do euro¹.

Projeta-se que a inflação global na área do euro continue a descer ao longo do horizonte de projeção, devido ao abrandamento das pressões sobre os custos e dos estrangulamentos no abastecimento, bem como ao impacto da maior restritividade da política monetária. A inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no

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 2023. As projeções para a economia mundial foram finalizadas em 22 de agosto e as projeções macroeconómicas para a área do euro em 30 de agosto de 2023. Apesar de a finalização ter sido um dia antes da publicação da estimativa provisória do Eurostat relativa ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) da área do euro para agosto de 2023, foram incluídas nas projeções estimativas provisórias nacionais divulgadas antes dessa data, que cobrem cerca de 45% do IHPC da área do euro. O presente exercício de projeção abrange o período de 2023 a 2025. Projeções com um horizonte tão alargado estão sujeitas a uma incerteza muito elevada, o que é necessário ter em conta na sua interpretação. Ver o artigo intitulado “The performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections since the financial crisis”, *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2019. Ver também <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>, para uma versão acessível dos dados subjacentes aos quadros e gráficos selecionados. São disponibilizados conjuntos de dados completos das projeções macroeconómicas anteriores elaboradas por especialistas do BCE e do Eurosistema na [base de dados das projeções macroeconómicas no sítio do BCE](#). A base de dados foi alargada e, começando com as projeções de setembro de 2023, inclui agora mais variáveis do que as aqui apresentadas e muitas com uma frequência trimestral.

Consumidor (IHPC) excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá registar uma descida gradual, projetando-se, porém, que se situe acima da inflação global até inícios de 2024. A projetada desinflação deve-se ao desvanecimento dos efeitos dos anteriores choques sobre os preços dos produtos energéticos e a outras pressões acumuladas sobre os preços, com o forte crescimento dos custos do trabalho a tornar-se gradualmente o principal fator impulsionador da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares. O crescimento dos salários deverá diminuir progressivamente a partir de meados de 2023, ainda que permaneça elevado ao longo do horizonte de projeção, impulsionado por aumentos dos salários mínimos e pela compensação pela inflação, no contexto de um mercado de trabalho restritivo, embora em arrefecimento. Espera-se que as margens de lucro, que aumentaram notoriamente no ano passado, amortecem a transmissão dos custos do trabalho aos preços finais no médio prazo. Além disso, a política monetária mais restritiva deverá atenuar cada vez mais a inflação subjacente. Em geral, partindo do pressuposto de que as expectativas de inflação a médio prazo permanecem ancoradas no objetivo de inflação do BCE, a inflação medida pelo IHPC global deverá descer de uma média de 8,4% em 2022 para 5,6% em 2023, 3,2% em 2024 e 2,1% em 2025, atingindo o objetivo no terceiro trimestre de 2025. Comparativamente às projeções de junho de 2023, a inflação medida pelo IHPC foi revista em alta para 2023 e 2024, em virtude dos preços mais elevados dos futuros dos produtos energéticos, e em baixa para 2025, por se considerar que os efeitos da apreciação do euro, as condições de financiamento mais restritivas e as condições cíclicas mais fracas atenuarão a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares.

Quadro 1

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

(variação anual em percentagem)

	Setembro de 2023					Junho de 2023			
	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
PIB real	5,6	3,4	0,7	1,0	1,5	3,5	0,9	1,5	1,6
IHPC	2,6	8,4	5,6	3,2	2,1	8,4	5,4	3,0	2,2

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 a divulgações de dados após a data de fecho da informação para as projeções. Os dados estão disponíveis, também com frequência trimestral, para descarregamento da [base de dados das projeções macroeconómicas no sítio do BCE](#).

Refletindo a elevada incerteza em torno das perspetivas económicas, este relatório inclui um cenário que avalia as repercussões para a economia da área do euro de uma potencial evolução económica mais fraca e de tensões financeiras renovadas na China (caixa 3), assim como análises de sensibilidade relacionadas com trajetórias alternativas para os preços dos produtos energéticos e das matérias-primas alimentares (caixa 4).

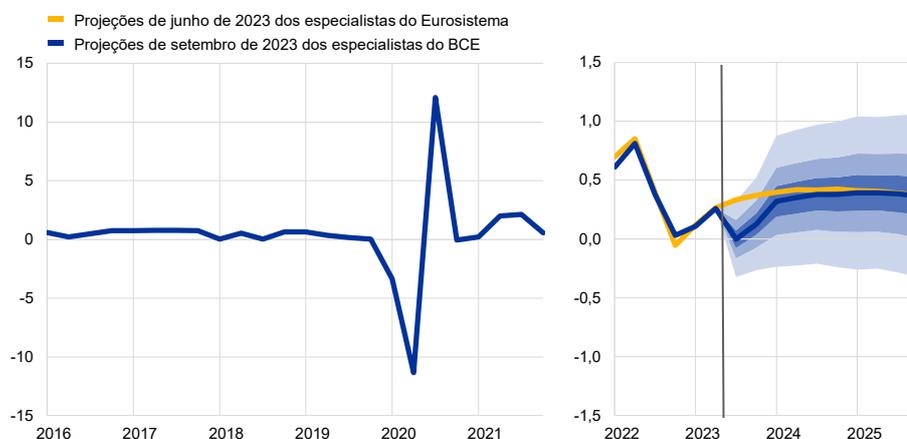
2 Economia real

No segundo trimestre de 2023, o crescimento na área do euro foi fraco, com um contributo positivo da procura interna e da acumulação de existências, e um contributo negativo das exportações líquidas (gráfico 1)². Do lado da produção, a produção industrial enfraqueceu no segundo trimestre, não obstante o apoio proporcionado pelos volumes historicamente elevados de encomendas em atraso, num contexto de abrandamento dos estrangulamentos no abastecimento. No segundo trimestre, apenas a atividade no setor dos serviços registou um crescimento trimestral positivo em termos de valor acrescentado bruto. Do lado da procura, devido à elevada inflação e às condições de financiamento restritivas, o consumo privado estagnou, sendo mais fraco do que o previsto nas projeções de junho. A formação bruta de capital fixo deu um contributo positivo, impulsionada sobretudo pelo investimento empresarial e público. Estima-se que a menor procura externa e as perdas de competitividade tenham resultado num contributo negativo das exportações líquidas para o crescimento, não obstante importações muito fracas.

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 diferir das últimas publicações do Eurostat (ver também a nota de rodapé 2). A linha vertical indica o início do atual horizonte de projeção. Os intervalos em torno das projeções centrais proporcionam uma medida do grau de incerteza e são simétricos por construção. Baseiam-se em erros de projeção anteriores, após a correção de valores anómalos. As bandas, da mais escura à mais clara, ilustram as probabilidades de 30%, 60% e 90% de o resultado para o crescimento real do PIB se situar dentro dos intervalos correspondentes. Para mais informações, ver a caixa 6 das projeções macroeconómicas para a área do euro de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE.

Projeta-se que o crescimento do PIB estagne no terceiro trimestre de 2023 e permaneça reduzido no quarto trimestre, por a atividade no setor da indústria transformadora continuar fraca e se esperar que o setor dos serviços abrande. Espera-se que o impulso dado à atividade económica pela vazão das encomendas

² Após a finalização das projeções dos especialistas do BCE, o Eurostat publicou uma nova estimativa para o crescimento no segundo trimestre de 2023 de 0,1%, em termos trimestrais em cadeia, ou seja, 0,2 pontos percentuais abaixo da estimativa provisória divulgada inicialmente e o valor apresentado no gráfico 1.

em atraso se desvaneça e considera-se que o entrave resultante da maior restritividade das condições de financiamento e das condições de concessão de crédito adversas passará a ser mais forte. Com efeito, os indicadores baseados em inquéritos sugerem uma contração da atividade, que agora se estende ao setor dos serviços, em contraste com as expectativas de continuação do crescimento no setor implícitas nas projeções de junho. Como se espera que a inflação desça e os salários subam no contexto de um mercado de trabalho ainda restritivo, o rendimento disponível real deverá recuperar. Apesar de se esperar que tal crie as condições para uma recuperação do consumo privado no segundo semestre de 2023, a confiança dos consumidores diminuiu em agosto, a par do sentimento das empresas relativamente à produção de bens de consumo, o que implica um comportamento mais cauteloso dos consumidores em comparação com as projeções de junho. Ao mesmo tempo, o contributo do comércio líquido deverá permanecer negativo no segundo semestre de 2023, com a retoma do crescimento das importações em consonância com a procura interna, enquanto o crescimento das exportações se mantém moderado, não obstante se espere que tanto as importações como as exportações se situem abaixo do nível avançado nas projeções de junho. Em geral, espera-se que o crescimento da área do euro apresente uma trajetória horizontal no segundo semestre de 2023, tendo este sido revisto em baixa em 0,6 pontos percentuais em comparação com as projeções de junho.

No médio prazo, projeta-se que o crescimento do PIB da área do euro registre um fortalecimento moderado, com o aumento do rendimento real das famílias e a melhoria da procura externa, se bem que com fatores adversos resultantes da maior restritividade das condições de financiamento e da diminuição do apoio orçamental. O crescimento real do PIB deverá ganhar força durante 2024 e estabilizar em 2025 (quadro 2). Além do desvanecimento dos choques energéticos, o crescimento deverá ser apoiado pelo abrandamento das pressões inflacionistas, no contexto de um crescimento resiliente dos rendimentos do trabalho, abrindo caminho para uma recuperação do consumo privado. A procura externa, particularmente fraca este ano, deverá também registar um fortalecimento. No entanto, considera-se que o impulso dado por estes fatores favoráveis é minorado pelas condições de financiamento mais restritivas e pela apreciação do euro. Acresce que, embora as medidas de apoio orçamental sejam consideradas globalmente neutras para o crescimento em 2023, a sua cessação deverá reduzir o crescimento em 2024 e 2025.

As condições de financiamento mais restritivas, devido sobretudo às taxas de juro mais elevadas e, em parte, também relacionadas com restrições na oferta de crédito, deverão continuar a refrear a procura. A subida acentuada das taxas de juro desde dezembro de 2021 continua a repercutir-se na economia real, afetando as perspetivas de crescimento (como refletido nos pressupostos técnicos das projeções – ver a caixa 1), em particular para 2023 e 2024³. Além disso, como indicado no último inquérito do BCE aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro, as condições de concessão de crédito tornaram-se mais restritivas desde a

³ Ver a caixa intitulada “A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB’s monetary policy tightening since December 2021”, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2023.

viragem do ano e o crescimento dos empréstimos diminuiu acentuadamente. Aliados à deterioração significativa dos recentes indicadores mensais da atividade, estes fatores sugerem que os efeitos adversos sobre a oferta de crédito poderão ser mais fortes do que o considerado nas projeções de junho, não obstante a situação, em geral, favorável dos balanços das famílias e das empresas.

Em comparação com as projeções de junho de 2023, o crescimento real do PIB foi revisto em baixa em 0,2 pontos percentuais para 2023, 0,5 pontos percentuais para 2024 e 0,1 pontos percentuais para 2025. As revisões devem-se sobretudo: i) a uma deterioração acentuada das perspetivas de crescimento no curto prazo, como sugerido pelos indicadores baseados em inquéritos; ii) a condições de financiamento mais restritivas (incluindo taxas ativas bancárias mais elevadas e condições de concessão de crédito mais adversas); e iii) a uma taxa de câmbio mais forte e uma procura externa mais fraca. A recente descida dos indicadores da atividade implica revisões em baixa da procura interna no segundo semestre de 2023, que se repercutem em 2024, agravadas por novas revisões em baixa do investimento privado, o que também resulta numa menor procura interna em 2025. Avalia-se que a maior restritividade da oferta de crédito pesa mais fortemente sobre o crescimento real do PIB, em particular em 2024, do que o considerado nas projeções de junho.

Quadro 2

Projeções para o PIB real, os mercados de trabalho e o comércio

(variação anual em percentagem, salvo indicação em contrário)

	Setembro de 2023					Junho de 2023			
	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
PIB real	5,6	3,4	0,7	1,0	1,5	3,5	0,9	1,5	1,6
Consumo privado	4,1	4,1	0,3	1,6	1,6	4,4	0,2	1,9	1,5
Consumo público	4,2	1,5	-0,1	1,1	1,4	1,4	0,0	1,1	1,4
Formação bruta de capital fixo	3,1	2,9	1,7	-0,4	1,4	3,8	1,5	1,1	2,1
Exportações¹⁾	11,3	7,3	1,3	2,5	3,1	7,4	2,7	3,4	3,2
Importações¹⁾	8,9	8,1	0,3	2,5	3,1	8,4	1,4	3,4	3,2
Emprego	1,5	2,3	1,2	0,2	0,2	2,3	1,3	0,5	0,4
Taxa de desemprego (em percentagem da população ativa)	7,7	6,7	6,5	6,7	6,7	6,7	6,5	6,4	6,3
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)	2,8	-0,8	1,1	1,4	1,6	-1,1	1,1	1,5	1,6

Notas: O PIB real e as componentes referem-se a dados corrigidos de sazonalidade e de dias úteis. Os dados históricos podem divergir das publicações mais recentes do Eurostat, devido a divulgações de dados após a data de fecho da informação para as projeções. Os dados estão disponíveis, também com frequência trimestral, para descarregamento da [base de dados das projeções macroeconómicas no sítio do BCE](#).

1) Inclui o comércio intra-área do euro.

No que respeita às componentes do PIB real, espera-se que o consumo real das famílias registre uma recuperação gradual e sustente o crescimento económico, com a diminuição da incerteza e a melhoria dos rendimentos reais e da confiança. O consumo privado apresentou uma trajetória praticamente horizontal no primeiro semestre do ano. O consumo de produtos energéticos e produtos alimentares registou uma contração, enquanto a procura de serviços para

o consumidor permaneceu resiliente. Refletindo a diminuição da inflação e da incerteza, as despesas de consumo privado deverão ganhar força a partir do terceiro trimestre de 2023. Para além do curto prazo, com a diminuição da inflação e da incerteza e o aumento dos rendimentos reais, o consumo continuará a melhorar e a sustentar o crescimento económico, não obstante o desvanecimento gradual dos efeitos da reabertura da economia após a pandemia. O crescimento do consumo privado foi revisto em baixa em 0,3 pontos percentuais para 2024, em comparação com as projeções de junho, devido aos efeitos de repercussão de uma revisão em sentido descendente das perspetivas de curto prazo e a uma maior propensão para a poupança, permanecendo a trajetória do consumo a médio prazo, em geral, inalterada.

De acordo com as projeções, o rendimento disponível real recuperará em 2023 e apoiará o consumo, refletindo a descida da inflação e o crescimento robusto dos salários. Após uma queda ligeira em 2022, o rendimento disponível real deverá recuperar em 2023, num contexto de crescimento forte dos rendimentos do trabalho e dos rendimentos não relacionados com o trabalho (em particular devido à evolução das componentes do excedente de exploração bruto e do rendimento misto no primeiro trimestre de 2023) e de descida da inflação. Juntamente com o forte crescimento dos salários, considera-se que os rendimentos não relacionados com o trabalho apoiarão o poder de compra das famílias, não obstante uma moderação gradual ao longo do horizonte de projeção. As transferências orçamentais deverão dar um contributo globalmente neutro para o rendimento disponível real e o crescimento do consumo no conjunto do horizonte. De um modo geral, projeta-se que o rendimento disponível real aumente 0,6% em 2023, 1,0% em 2024 e 1,2% em 2025.

O rácio de poupança das famílias deverá permanecer elevado em 2023, normalizando depois apenas gradualmente. O rácio de poupança aumentou no primeiro semestre de 2023 e, este ano, deverá permanecer bastante acima do seu nível pré-pandemia, sobretudo em resultado do aumento dos rendimentos não relacionados com o trabalho no primeiro trimestre de 2023, cuja propensão de utilização para consumo é baixa. Com a continuação da diminuição da incerteza e das pressões inflacionistas ao longo do horizonte de projeção, o rácio de poupança das famílias diminuirá um pouco, permanecendo, porém, acima do seu nível anterior à pandemia, visto que as taxas de juro mais elevadas contrabalançam o desejo das famílias de normalizar o comportamento de poupança após a pandemia. Não se espera que o *stock* de poupança em excesso apoie o crescimento do consumo, dado que é amplamente detido por famílias mais abastadas e sob a forma de ativos ilíquidos. O rácio de poupança foi revisto em alta, em comparação com as projeções de junho para a primeira metade do horizonte, refletindo, em grande escala, revisões de dados para o primeiro trimestre do corrente ano, devido a uma evolução mais forte dos rendimentos não relacionados com o trabalho, que se pressupõe que seja anulada gradualmente; a incentivos à poupança mais fortes, devido às taxas de juro mais elevadas; e a um acesso mais restrito a crédito ao longo do resto do horizonte de projeção.

Caixa 1

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

Em comparação com as projeções de junho de 2023, os pressupostos técnicos incluem taxas de juro mais elevadas, assim como preços mais altos do petróleo e do gás natural, preços por grosso da eletricidade mais baixos e uma apreciação 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 2023. As taxas de juro de curto prazo referem-se à EURIBOR a 3 meses e as expectativas do mercado são determinadas a partir das taxas dos contratos de futuros, sendo as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos utilizadas como aproximação das taxas de juro de longo prazo⁴. Tanto as taxas de curto prazo como as taxas de longo prazo subiram desde a data de fecho da informação para as projeções de junho de 2023 e, em relação a essas projeções, as trajetórias pressupostas foram também revistas em alta.

Quadro

Pressupostos técnicos

	Setembro de 2023				Junho de 2023			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
EURIBOR a 3 meses (em percentagem por ano)	0,3	3,4	3,7	3,1	0,3	3,4	3,4	2,9
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos (em percentagem por ano)	1,8	3,1	3,3	3,4	1,8	3,1	3,2	3,3
Preço do petróleo (USD/barril)	103,7	82,7	81,8	77,9	103,7	78,0	72,6	70,4
Preços do gás natural (EUR/MWh)	123	43	54	47	123	42	52	46
Preços por grosso da eletricidade (EUR/MWh)	258	115	143	123	258	122	152	123
Preços das matérias-primas não energéticas, em USD (variação anual, em percentagem)	6,6	-13,6	-3,1	3,2	6,6	-11,5	-2,0	1,3
Licenças de emissão do CELE (EUR/tonelada)	80,9	87,9	92,3	96,5	80,9	85,7	87,9	92,2
Taxa de câmbio USD/EUR	1,05	1,09	1,09	1,09	1,05	1,08	1,09	1,09
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE41) (T1 1999 = 100)	116,8	123,0	124,9	124,9	116,8	121,2	121,5	121,5

Nota: Os dados estão disponíveis para descarregamento na [base de dados das projeções macroeconómicas no sítio do BCE](#).

Os pressupostos técnicos para os preços do petróleo foram revistos em alta, em média, em mais de 10% ao longo do horizonte de projeção, porque as preocupações quanto a uma oferta insuficiente de petróleo superaram as preocupações quanto à procura mundial de petróleo⁵. No período recente, os preços do petróleo foram impulsionados por três fatores importantes: a decisão dos países da OPEP+ de reduzir a oferta, um défice geral de oferta

⁴ O pressuposto relativo às taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a 10 anos da área do euro tem por base a média ponderada das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 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 10 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.

⁵ Os pressupostos técnicos relativos aos preços das matérias-primas baseiam-se na trajetória implícita nos mercados de futuros, considerando a média da quinzena finda na data de fecho da informação de 22 de agosto de 2023.

(pressão em alta) e preocupações acerca da procura chinesa de petróleo num contexto de receios quanto ao crescimento económico do país (pressão em baixa). Em geral, a curva dos futuros do petróleo deslocou-se em sentido ascendente desde as projeções de junho de 2023 (5,9% em 2023, 12,6% em 2024 e 10,6% em 2025), mas ainda se pressupõe que o preço do petróleo desça de 82,7 dólares dos Estados Unidos por barril em 2023 para 77,9 dólares em 2025.

Os pressupostos relativos aos preços do gás subiram em menor grau do que os relativos aos preços do petróleo, tendo os pressupostos relativos aos preços da eletricidade descido.

As elevadas existências de gás contribuíram para manter os preços do gás baixos, tendo a União Europeia atingido a sua meta de 90% de armazenamento de gás três meses antes do prazo de novembro de 2023. As recentes interrupções da exploração em jazidas de gás norueguesas e greves em instalações australianas de gás natural aumentaram a volatilidade do mercado e, ultimamente, fizeram subir os preços do gás devido a receios quanto ao abastecimento. Em termos gerais, a curva dos futuros do gás deslocou-se em sentido ascendente desde as projeções de junho (em 1,1% em 2023, 4,6% em 2024 e 2,1% em 2025). Em contraste, os preços dos futuros da eletricidade foram revistos em baixa em cerca de 6% para 2023 e 2024 e não foram, em grande medida, revistos para 2025. Relativamente às licenças de emissão de carbono no sistema de comércio de licenças de emissão de gases de efeito de estufa (referido como “Comércio Europeu de Licenças de Emissão” ou “CELE”), a pressuposta trajetória assente nos futuros foi revista em alta, em média, em cerca de 4% desde as projeções de junho. Pressupõe-se que os preços das matérias-primas não energéticas sejam um pouco mais baixos do que nas projeções de junho, devido sobretudo aos pressupostos mais fracos relativos aos preços dos metais, em virtude da fraca procura mundial, o que foi ligeiramente contrabalançado por preços internacionais mais elevados dos produtos alimentares.

Quanto às taxas de câmbio bilaterais, pressupõe-se que, durante o horizonte de projeção, permanecem inalteradas nos níveis médios prevaletentes no período de 10 dias úteis findo na data de fecho da informação.

Tal implica uma taxa de câmbio média de 1,09 dólares dos Estados Unidos por euro no horizonte de projeção, a qual é 0,7% mais alta do que a pressuposta nas projeções de junho de 2023. O pressuposto acerca da taxa de câmbio efetiva do euro implica uma apreciação de 2,8%, em comparação com as projeções de junho.

O investimento em habitação ao longo do horizonte de projeção deverá contrair-se em reação aos custos de financiamento e aos critérios de concessão de crédito mais restritivos.

Na sequência de uma nova diminuição no segundo trimestre de 2023, projeta-se que o investimento em habitação continue a registar uma contração ao longo de 2024, recuperando, depois, de forma gradual, um dinamismo de crescimento ligeiramente positivo no decurso de 2025.

Considera-se que a fraqueza prolongada do investimento em habitação decorre da continuada fraca capacidade de aquisição de habitação – devido sobretudo a taxas de crédito à habitação mais altas – e da continuada fraca rendibilidade da habitação, num contexto de queda dos preços da habitação e de elevados custos de construção. A par das condições de crédito restritivas, estes fatores estão a pesar fortemente sobre o investimento em habitação, embora a continuação do crescimento do rendimento das famílias deva apoiar uma recuperação modesta em 2025.

O investimento empresarial deverá diminuir em 2024, com as condições de financiamento mais restritivas a terem um forte impacto, considerando-se que a melhoria da procura interna e mundial e as transições ecológica e digital serão os motores de uma recuperação moderada posteriormente. Após um crescimento positivo no segundo trimestre, o investimento empresarial deverá registar uma contração a partir do terceiro trimestre de 2023 e ao longo de 2024, passando depois a registar novamente crescimento em 2025. Nos próximos trimestres, espera-se que a fraca atividade económica interna e mundial, as taxas de juro elevadas e as restrições da oferta de crédito tenham um peso particularmente forte sobre o investimento empresarial. Mais para a parte final do horizonte de projeção, o investimento empresarial será impulsionado pela esperada retoma mais ampla da procura interna e externa e por novos esforços na prossecução das transições ecológica e digital, instigados, em parte, pelo afluxo de capital privado através da implementação de planos utilizando fundos do Instrumento de Recuperação da União Europeia (“NextGenerationEU” ou NGEU).

Caixa 2

Enquadramento internacional

A atividade económica mundial registou uma moderação no segundo trimestre de 2023, após um forte crescimento no primeiro trimestre. Apesar de o crescimento mundial no segundo trimestre ter estado em consonância com as projeções de junho, a sua composição por país diferiu⁶. Nos Estados Unidos, a atividade mostrou-se mais resiliente do que o aguardado, em virtude de uma procura interna ainda sólida e de um mercado de trabalho forte. De igual modo, o crescimento no Japão e no Reino Unido situou-se acima das expectativas anteriores. Em contraste, o crescimento na China diminuiu mais acentuadamente do que o esperado, tendo a recuperação impulsionada pelo consumo perdido dinamismo com o ressurgimento de problemas no setor imobiliário residencial chinês⁷. Projeta-se que o PIB real mundial registre uma expansão de 3,2% em 2023, 3,0% em 2024 e 3,2% em 2025, em geral em conformidade com as projeções de junho. Contudo, as revisões limitadas ocultam alterações mais substanciais das perspetivas de crescimento das principais economias, visto que as perspetivas de crescimento da China no corrente ano foram substancialmente revistas em baixa, enquanto as perspetivas de crescimento das principais economias avançadas foram revistas em alta, refletindo, em grande medida, um crescimento nos Estados Unidos mais forte do que o antes estimado.

Não obstante uma atividade económica mundial relativamente resiliente, o comércio mundial deverá estagnar este ano, regressando à sua relação histórica com o PIB real no final do horizonte de projeção e conduzindo também a uma melhoria da procura externa da área do euro. O atual crescimento mundial pouco assente no comércio reflete a composição da atividade económica, em parte devido à natureza da recuperação pós-pandemia, e integra maiores contributos para o crescimento mundial dados pela atividade no setor dos serviços, pelo consumo privado e por países com mercados emergentes, com uma menor intensidade de comércio. Além disso, a maior restritividade das políticas monetárias a nível mundial está a enfraquecer a procura. Em resultado, quer o comércio mundial quer a procura externa da área do euro deverão aumentar,

⁶ As referências a agregados mundiais e/ou a nível mundial de indicadores económicos ao longo desta caixa excluem a área do euro.

⁷ Ver a caixa 3, que descreve um cenário de risco adverso com uma contração mais forte do setor imobiliário residencial chinês, acompanhada de tensões financeiras.

respetivamente, apenas 0,2% e 0,1% este ano. Espera-se que o crescimento do comércio mundial ganhe dinamismo no resto do horizonte de projeção e aumente, em geral, em consonância com a atividade económica. Projeta-se, de igual modo, que o crescimento da procura externa da área do euro aumente para 3% tanto em 2024 como em 2025. As projeções para as importações mundiais e para a procura externa da área do euro foram revistas em baixa para este ano, em grande parte devido a novas revisões em sentido descendente dos dados históricos na viragem do ano e a importações no segundo trimestre mais fracas do que o anteriormente estimado. Todavia, o seu crescimento no resto do horizonte de projeção permanece, em geral, comparável ao das projeções de junho.

Quadro

Enquadramento internacional

(variação anual em percentagem)

	Setembro de 2023				Junho de 2023			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3,3	3,2	3,0	3,2	3,3	3,1	3,1	3,3
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	5,3	0,2	3,2	3,3	5,3	1,3	3,4	3,4
Procura externa da área do euro ²⁾	6,5	0,1	3,0	3,0	6,3	0,5	3,1	3,1
Índice de preços no consumidor a nível mundial (excluindo a área do euro)	7,6	4,8	4,2	3,2	7,6	4,7	3,7	3,1
Preços das exportações dos concorrentes da área do euro na moeda nacional ³⁾	16,0	0,4	2,8	2,5	15,9	1,7	2,6	2,5

Nota: Os dados estão disponíveis para descarregamento na [base de dados das projeções macroeconómicas no sítio do BCE](#).

1) Calculado como uma média ponderada das importações.

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

3) Calculados como uma média ponderada dos deflatores das exportações dos parceiros comerciais da área do euro.

A inflação global mundial está a descer, mas as pressões inflacionistas subjacentes permanecem fortes, em particular nas economias avançadas, projetando-se, porém, que os preços das exportações dos concorrentes da área do euro desçam de forma acentuada, em virtude da evolução dos preços das matérias-primas. Projeta-se que a inflação global medida pelo índice de preços no consumidor a nível mundial atinja 4,8% este ano e diminua de modo gradual para 4,2% e 3,2%, respetivamente, em 2024 e 2025. As projeções para a inflação mundial este ano permanecem, em geral, inalteradas em comparação com as projeções de junho, mas são ligeiramente mais altas para 2024. Tal reflete, em grande medida, revisões em alta das perspetivas de inflação na Turquia e uma inflação mais persistente no Reino Unido, na sequência de várias surpresas em sentido ascendente nos dados relativos à inflação dos preços no consumidor e aos salários. Os preços das exportações dos concorrentes da área do euro (nas moedas nacionais) têm vindo a seguir uma trajetória descendente desde meados de 2022, devido à queda dos preços das matérias-primas e a um abrandamento gradual das pressões acumuladas internas e externas. Os preços das exportações dos concorrentes da área do euro foram revistos em baixa para este ano, em comparação com as projeções de junho, refletindo a descida da inflação dos preços das exportações em importantes parceiros comerciais, tendo sido revistos ligeiramente em alta para 2024, devido aos preços mais altos das matérias-primas.

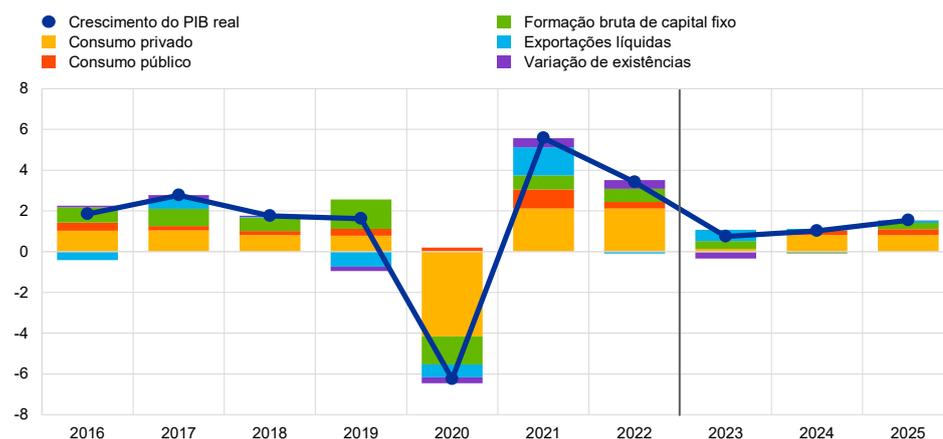
O crescimento das exportações da área do euro deverá permanecer reduzido, perante a fraqueza do comércio mundial e perdas de competitividade, tendo o crescimento das importações sido, por seu lado, revisto em baixa no curto

prazo, em virtude de uma procura interna mais fraca. Estima-se que, após uma contração no segundo trimestre de 2023, as exportações reais da área do euro apresentem um menor ritmo de crescimento no curto prazo do que o anteriormente esperado. Inquéritos sugerem que as novas encomendas de exportações diminuam quer para os serviços quer para os bens, tendo as empresas da indústria transformadora já reduzido os volumes de encomendas em atraso para níveis normais. Acresce que a apreciação do euro desde setembro de 2022 e os preços ainda relativamente elevados dos produtos energéticos, que as empresas da área do euro enfrentam, estão a pesar sobre a competitividade de preços da área do euro. Espera-se que estes fatores impeçam uma recuperação das quotas de mercado das exportações da área do euro. É pouco provável que as exportações deem um contributo significativo para a retoma na área do euro, em contraste com anteriores episódios de recuperação, em que a dinâmica do comércio se apresentava mais forte. Ao mesmo tempo, projeta-se que o crescimento das importações da área do euro recupere após uma forte contração na viragem do ano, associada a uma menor acumulação de bens intermédios, incluindo produtos energéticos, mas deverá permanecer reduzido ao longo do horizonte de projeção, em virtude de uma procura interna fraca. Devido à recente fraqueza das importações, o contributo do comércio líquido para o PIB deverá ser positivo em 2023, mas neutro no resto do horizonte de projeção (gráfico 2). A descida dos preços das importações conduziu a uma melhoria dos termos de troca da área do euro no início do ano, projetando-se, porém, uma estabilização ao longo do horizonte de projeção. O excedente da balança corrente da área do euro deverá aumentar, ainda que permaneça abaixo dos níveis anteriores à pandemia.

Gráfico 2

PIB real da área do euro – decomposição em principais componentes da despesa

(variação anual em percentagem; contributos em pontos percentuais)



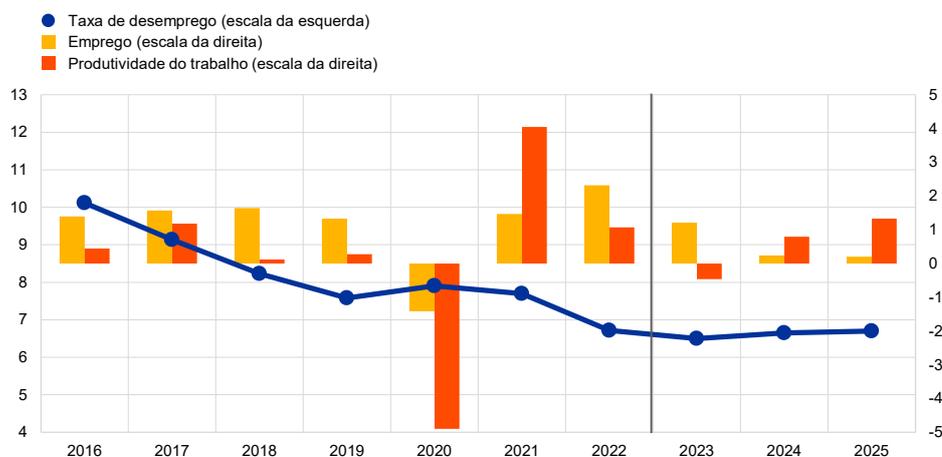
Notas: Os dados são corrigidos de sazonalidade e de dias úteis. Os dados históricos podem divergir das publicações mais recentes do Eurostat, devido a divulgações de dados após a data de fecho da informação para as projeções. A linha vertical indica o início do horizonte de projeção.

Segundo as projeções, o mercado de trabalho abrandará nos próximos trimestres, em consonância com as perspetivas de crescimento mais fracas, verificando-se um ligeiro aumento do desemprego. O crescimento do emprego abrandou para 0,2% no segundo trimestre de 2023, em comparação com o trimestre

anterior. Em termos anuais, o emprego deverá apresentar uma taxa de crescimento de 1,2% em 2023 e de apenas 0,2% em 2024 e 2025 (gráfico 3). Tal reflete alguma acumulação de mão de obra face à deterioração das perspetivas económicas a curto prazo, devendo essa acumulação desaparecer de forma gradual no médio prazo. Considera-se que o baixo crescimento do emprego é acompanhado de uma trajetória ascendente da taxa de desemprego ao longo do horizonte de projeção, sugerindo que o crescimento do emprego será, em larga medida, o resultado de novas entradas no mercado de trabalho. A taxa de desemprego deverá subir ligeiramente, do seu mínimo histórico de 6,4%, situando-se em 6,7% em 2025. Tal compreende uma revisão em alta de 0,3 pontos percentuais para 2024 e de 0,4 pontos percentuais para 2025, à luz das revisões das perspetivas de crescimento. Projeta-se um crescimento moderado da média de horas trabalhadas por indivíduo empregado, implicando uma recuperação para níveis em torno dos anteriores à pandemia até ao final do horizonte de projeção. Em termos quer do número de empregados quer das horas trabalhadas, as projeções sugerem, assim, uma redução gradual da acumulação de mão de obra e, por conseguinte, uma recuperação da produtividade do trabalho.

Gráfico 3
Mercado de trabalho da área do euro

(em percentagem da população ativa (escala da esquerda), variação anual em percentagem (escala da direita))



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

Caixa 3

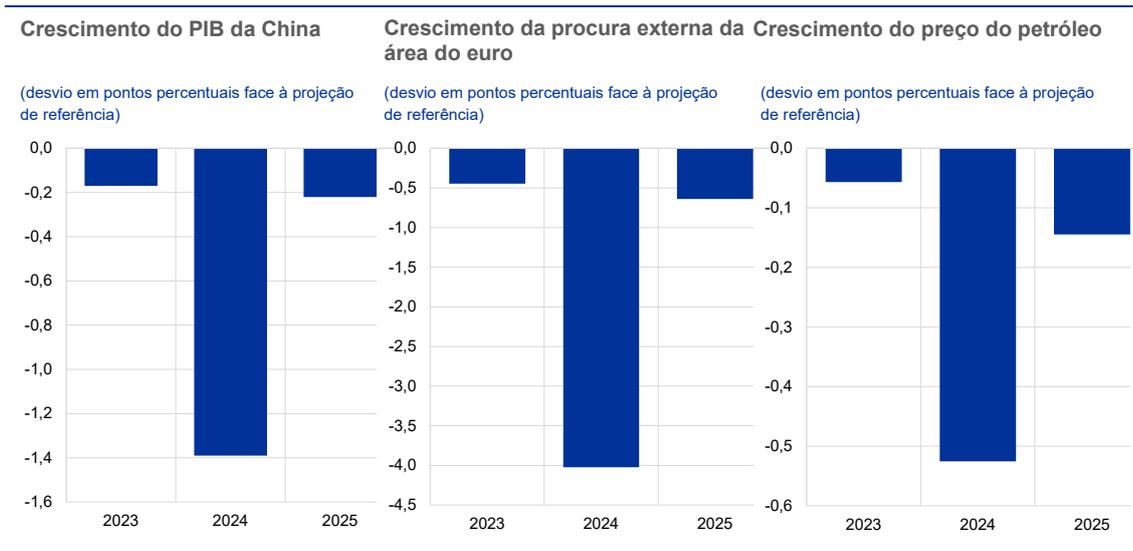
Análise de um cenário de potencial novo abrandamento e tensões financeiras na China e das repercussões para a área do euro

A análise deste cenário explora os riscos em sentido descendente para as projeções de setembro de 2023 decorrentes da economia chinesa. O cenário pressupõe uma nova deterioração e um investimento mais fraco no mercado imobiliário residencial chinês. Parte-se também do pressuposto de que tal conduz a novas tensões nos mercados financeiros associados, gerando custos de financiamento privado mais elevados e efeitos negativos sobre a riqueza das famílias. O cenário de risco implica um arrefecimento mais pronunciado da economia chinesa, comparativamente às projeções de setembro de 2023, com uma queda do PIB real para 1,4 pontos

percentuais abaixo da projeção de referência em 2024, mas efeitos limitados em 2025 (gráfico A)⁸. De uma perspetiva internacional, as repercussões são, em geral, contidas, com um efeito desinflacionista – dada a natureza dos choques nos mercados imobiliários residenciais e nos mercados financeiros – que pesa sobre a procura externa e os preços das matérias-primas, em particular, os preços do petróleo, que desceriam 4% em 2024. No entanto, tal baseia-se no pressuposto de que o abrandamento não desencadearia efeitos adicionais sobre a incerteza a nível mundial, passíveis de gerar uma volatilidade mais elevada nos mercados financeiros.

Gráfico A

Cenário de um abrandamento na China



Nota: Ver nota de rodapé 8, para mais pormenores sobre os choques aplicados.

O cenário implicaria um crescimento e uma inflação mais fracos na área do euro. No cenário, o crescimento real do PIB da área do euro diminuiria 0,2 pontos percentuais, tanto em 2024 como em 2025, em comparação com a projeção de referência de setembro de 2023, inicialmente devido sobretudo à menor procura mundial (procura externa da área do euro), ao passo que o impacto através de canais financeiros representaria a maior parte do efeito em 2025 (gráfico B)⁹. O impacto nos preços do petróleo geraria uma descida da inflação na área do euro de 0,1 pontos percentuais em 2024. O contributo dos preços mais baixos dos produtos energéticos para a inflação na área do euro dissipar-se-ia gradualmente até ao final do horizonte de projeção, com o restabelecimento do equilíbrio entre a procura e a oferta no mercado de matérias-primas, ao passo que as

⁸ O cenário tem duas vertentes. A primeira considera uma contração mais profunda e prolongada do investimento em imobiliário residencial na China (cerca de 15% abaixo da projeção de referência), com início no quarto trimestre de 2023. A segunda assenta no pressuposto de que a turbulência no setor imobiliário residencial desencadeia adicionalmente um forte aumento da restritividade das condições financeiras na China (e nas economias de mercado emergentes asiáticas), com um aumento de 100 pontos base dos prémios de risco, devido à escassez generalizada de liquidez, com os balanços dos bancos e dos promotores imobiliários no limite da sua capacidade. Além disso, o cenário assume uma venda generalizada de ações, desencadeando uma queda de 15% dos preços das ações chinesas.

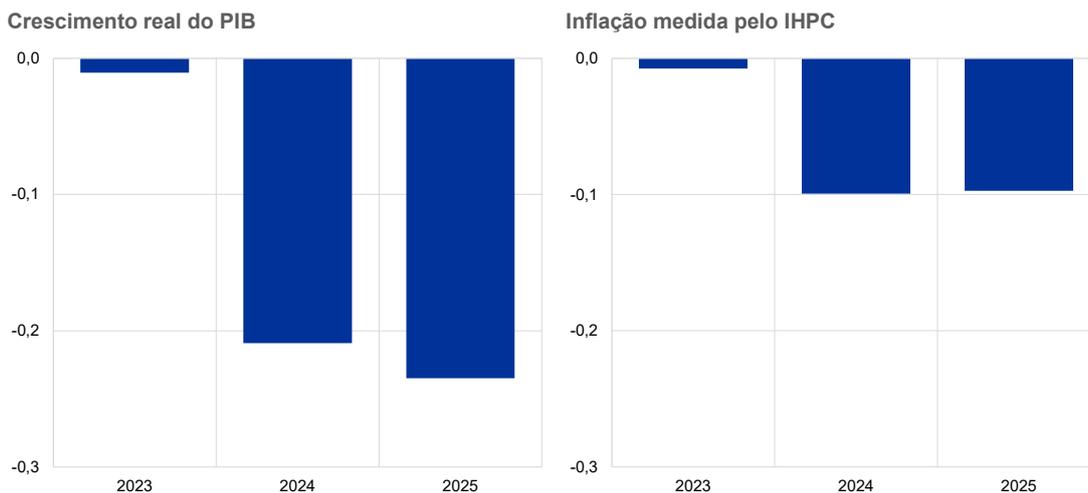
⁹ Além da fraca procura externa da área do euro e dos preços do petróleo mais baixos, a turbulência financeira repercute-se em taxas ativas bancárias e prémios de risco mais elevados na área do euro. Contudo, não são incluídos choques adicionais relacionados com as condições financeiras na área do euro. Estas repercussões para a área do euro são estimadas utilizando o modelo “ECB-BASE” para o agregado da área do euro, sem considerar a heterogeneidade entre os países e as consequentes repercussões.

repercussões no comércio e financeiras passariam a ser mais importantes e resultariam numa nova diminuição de 0,1 pontos percentuais em 2025.

Gráfico B

Impacto no crescimento real do PIB e na inflação medida pelo IHPC na área do euro de um abrandamento económico na China

(desvio em pontos percentuais face ao crescimento anual indicado na projeção de referência)



Fonte: Simulações utilizando o modelo "ECB-BASE" e cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: As simulações foram realizadas de acordo com um quadro de previsão com formação de expectativas com base no passado e com políticas monetárias e orçamentais exógenas. A taxa de câmbio incorpora o impacto sobre a taxa de câmbio EUR/USD, bem como sobre a taxa de câmbio efetiva nominal do euro.

3 Perspetivas orçamentais

Projeta-se que a orientação orçamental seja neutra em 2023 e 2025, mas mais restritiva em 2024. Em comparação com as projeções de junho, os pressupostos orçamentais implicam alguma restritividade discricionária a nível da área do euro, em particular em 2023 (quadro 3). Segundo as projeções, a orientação orçamental da área do euro, corrigida de subvenções do NGEU apresentar-se-á, em geral, equilibrada em 2023, mas passará a ser significativamente mais restritiva em 2024, sobretudo devido à cessação de quase 75% das medidas de compensação pelos preços dos produtos energéticos e pela inflação a partir de 2023. Em 2025, espera-se que a orientação orçamental seja novamente neutra, com a cessação de mais medidas de compensação pelos preços dos produtos energéticos a ser parcialmente compensada por maior investimento apoiado pelo NGEU e por despesas com defesa mais elevadas. No entanto, as projeções de referência continuam a contemplar um apoio orçamental substancial em comparação com 2019, antes da pandemia. Desde as projeções de junho de 2023, as revisões dos pressupostos orçamentais estão, em grande parte, relacionadas com a redução das medidas de compensação pelos preços dos produtos energéticos e pela inflação. Em 2023, esta redução advém principalmente da Alemanha, onde o custo orçamental (bruto) das medidas de compensação pelos preços dos produtos energéticos foi reduzido, atendendo a que a evolução dos preços dos produtos energéticos tornou os atuais limites máximos aos preços menos onerosos, sem afetar diretamente a inflação dos preços dos produtos energéticos. Em 2024, a maior redução das medidas de compensação pelos preços dos produtos energéticos será em França, principalmente devido a uma revisão da proteção face aos preços da eletricidade, passando esta a ser menos generosa, reduzindo os custos orçamentais e aumentando a inflação dos preços dos produtos energéticos. Além da reversão do impacto das medidas de compensação pelos preços dos produtos energéticos, as revisões do total das medidas discricionárias resultam de salários ligeiramente mais elevados e de outras despesas.

Quadro 3

Perspetivas orçamentais da área do euro

(em percentagem do PIB)

	Setembro de 2023					Junho de 2023			
	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Orientação orçamental (corrigida de subvenções do NGEU) ¹⁾	0,7	0,7	0,1	0,8	0,0	0,6	0,1	0,8	0,1
Saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB)	-5,3	-3,6	-3,2	-2,8	-2,9	-3,6	-3,2	-2,6	-2,5
Saldo orçamental estrutural (em percentagem do PIB) ²⁾	-3,7	-3,2	-3,0	-2,4	-2,5	-3,2	-3,0	-2,4	-2,3
Dívida bruta das administrações públicas (em percentagem do PIB)	95,3	91,4	89,0	88,6	88,5	91,4	89,1	87,9	87,3

Nota: Os dados estão disponíveis para o descarregamento da [base de dados das projeções macroeconómicas no sítio do BCE](#).

1) 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 redução da restritividade da orientação orçamental.

2) 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.

As perspetivas orçamentais da área do euro deverão melhorar no horizonte de projeção, mas menos do que o indicado nas projeções de junho de 2023.

Projeta-se que o défice orçamental continue a diminuir em 2023 e 2024, descendo para 2,8% do PIB, mas volte a aumentar ligeiramente, situando-se em 2,9% do PIB em 2025. Tal advém sobretudo de uma redução do défice primário corrigido do ciclo em 2023 e 2024, seguida de uma estabilização em 2025, em combinação com um ligeiro aumento dos pagamentos de juros em percentagem do PIB. Em comparação com as projeções de junho de 2023, o défice mais elevado no final do horizonte de projeção deve-se a despesas primárias mais elevadas, incluindo maiores despesas com subsídios de desemprego. De acordo com as projeções, o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro continuará a diminuir, situando-se em 88,5% em 2025, impulsionado por diferenciais negativos entre taxa de juro e taxa de crescimento, que mais do que compensam os défices primários e os esperados ajustamentos défice-dívida positivos. A redução do rácio da dívida foi revista em baixa em comparação com as projeções de junho, refletindo sobretudo a variação dos diferenciais entre taxa de juro e taxa de crescimento.

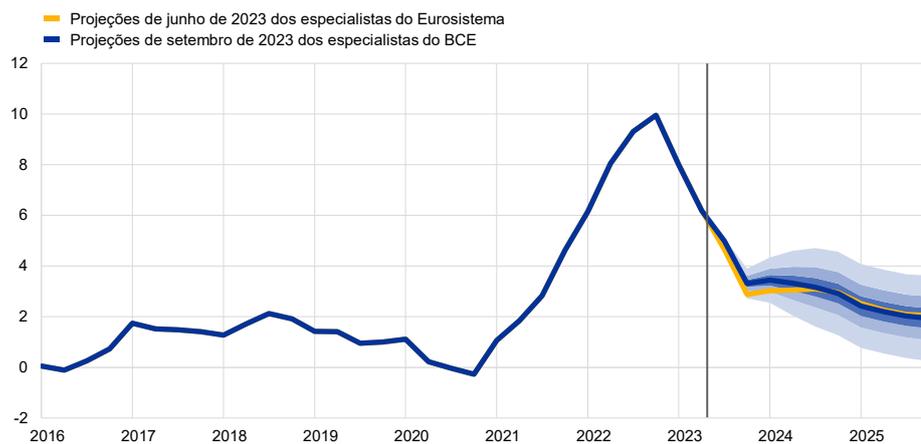
4 Preços e custos

Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC baixe de uma média de 8,4% em 2022 para uma média de 5,6% em 2023, 3,2% em 2024 e 2,1% em 2025. Após uma descida acentuada no decurso de 2023, a inflação global deverá apresentar um movimento globalmente lateral no primeiro semestre de 2024, continuando depois a descer de forma gradual em 2025, atingindo o objetivo de inflação do BCE no terceiro trimestre de 2025 (gráfico 4). Esta descida da inflação global durante o horizonte de projeção reflete quedas, em diferentes graus, das taxas de variação anuais de todas as principais componentes. Inicialmente, o perfil é também afetado por fortes efeitos de base nas componentes de produtos energéticos e produtos alimentares e, ao longo do horizonte, pelas medidas de política orçamental e pelos pressupostos relativos aos preços das matérias-primas (gráficos 5 e 6).

Gráfico 4

Inflação medida pelo IHPC na área do euro

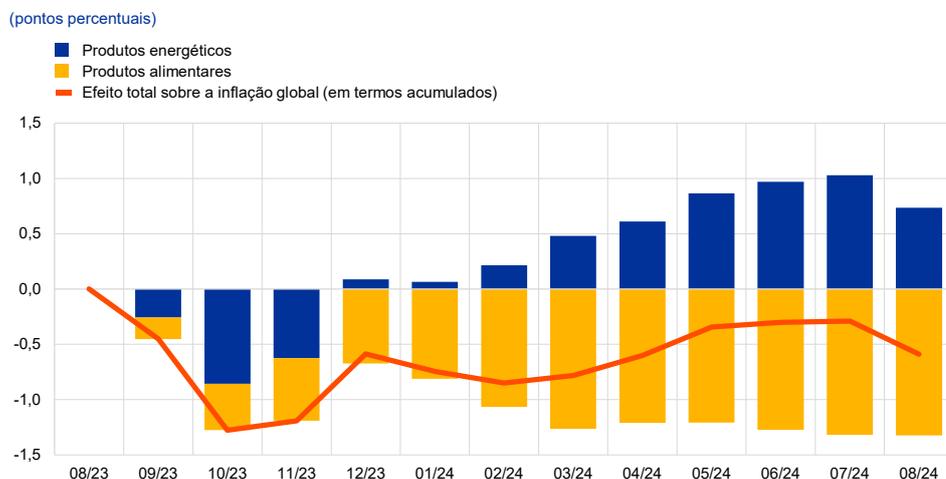
(variação anual em percentagem)



Notas: A linha vertical indica o início do atual horizonte de projeção. Os intervalos em torno das projeções centrais para a inflação medida pelo IHPC têm por base erros de projeção anteriores, após correção de valores anómalos. As bandas, da mais escura à mais clara, ilustram as probabilidades de 30%, 60% e 90% de o resultado da inflação medida pelo IHPC se situar dentro dos intervalos correspondentes. Para mais informações, ver a [caixa 6 das projeções macroeconómicas para a área do euro de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE](#).

Gráfico 5

Impacto dos efeitos de base das componentes de produtos alimentares e produtos energéticos na inflação medida pelo IHPC global



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O impacto cumulativo dos efeitos de base é sempre apresentado em relação a um mês de referência específico. Por exemplo, efeitos de base decorrentes dos produtos energéticos implicariam um aumento de 1,0 pontos percentuais da inflação medida pelo IHPC global em junho de 2024, em comparação com a taxa de inflação em agosto de 2023. De igual modo, efeitos de base decorrentes da componente de produtos alimentares explicam uma descida de 1,3 pontos percentuais da inflação medida pelo IHPC global em junho de 2024, em comparação com agosto de 2023. No seu conjunto, os efeitos de base decorrentes dos produtos alimentares e dos produtos energéticos reduzem a inflação medida pelo IHPC global em 0,3 pontos percentuais em junho de 2024, em comparação com a taxa de agosto de 2023.

Na sequência de uma ligeira subida em 2024, relacionada com a descontinuação de medidas de apoio orçamentais, a inflação dos preços dos produtos energéticos deverá contribuir apenas marginalmente para a inflação global em 2025. A inflação dos preços dos produtos energéticos deverá contribuir, principalmente, para a descida da inflação global no curto prazo, e permanecer negativa até ao último trimestre de 2023, passando depois a ser positiva e aumentando para 7,4% no segundo trimestre de 2024. Considera-se que esta inflexão reflete novos aumentos dos preços das matérias-primas energéticas, após descidas no ano transato, efeitos de base que alteram o sinal a partir do quarto trimestre de 2023 e a cessação de medidas orçamentais de compensação pelos preços dos produtos energéticos e pela inflação. Em 2025, a inflação dos preços dos produtos energéticos deverá diminuir para 1,4%, uma taxa globalmente em consonância com os perfis dos pressupostos técnicos relativos aos preços por grosso do petróleo, do gás e da eletricidade.

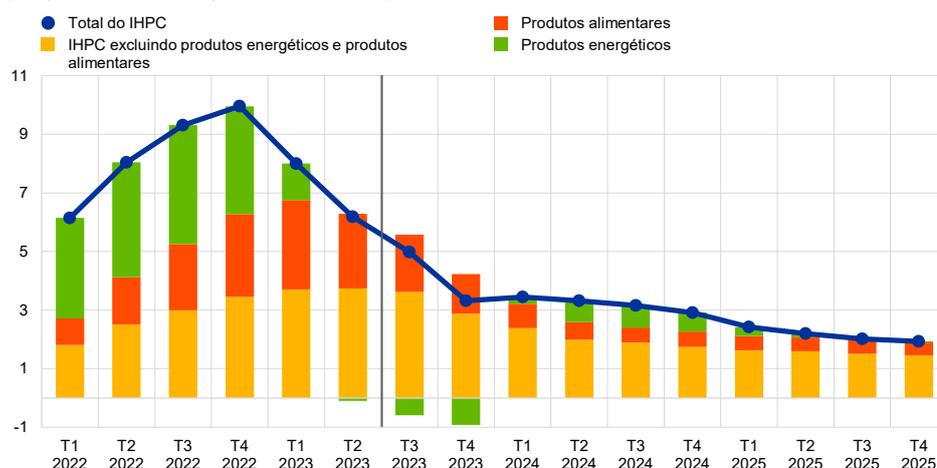
Relativamente à inflação dos preços dos produtos alimentares, projeta-se que continue a descer, devido a efeitos de base significativos, a um abrandamento das pressões acumuladas e à pressuposta descida dos preços das matérias-primas alimentares na área do euro. Após se situar em 9,8% em agosto de 2023, considera-se que a inflação homóloga dos preços dos produtos alimentares desça para 3,0% no segundo trimestre de 2024, refletindo um enfraquecimento pronunciado da inflação dos produtos alimentares transformados e não transformados. Contudo, a evolução dinâmica dos custos do trabalho e as pressões em sentido ascendente resultantes de efeitos meteorológicos adversos relacionados, por exemplo, com as recentes secas, deverão sustentar a inflação dos preços dos produtos alimentares. No médio prazo, espera-se que a inflação dos

preços dos produtos alimentares desça de forma mais gradual, situando-se, em média, em 2,3% em 2025 – com o abrandamento das pressões em sentido ascendente sobre os preços das matérias-primas alimentares e a normalização das margens de lucro – apesar de permanecer algo elevada, devido ao crescimento dinâmico dos custos do trabalho.

Gráfico 6

Inflação medida pelo IHPC na área do euro – decomposição nas principais componentes

(variação anual em percentagem; pontos percentuais)



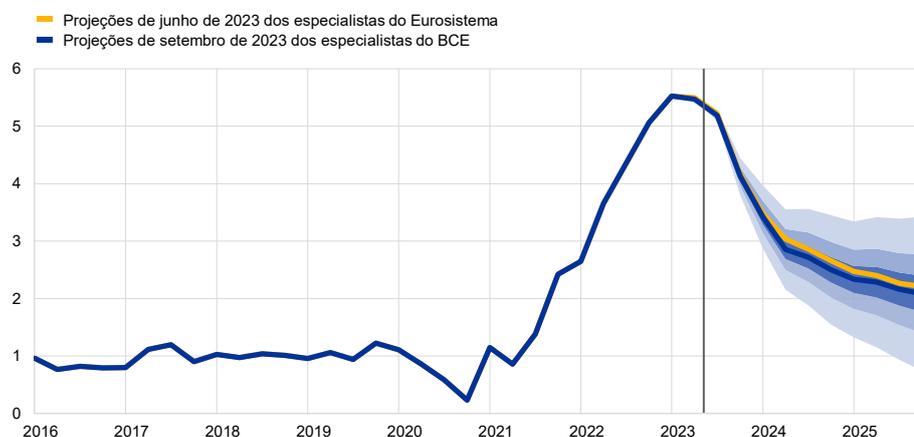
Nota: A linha vertical indica o início do atual horizonte de projeção.

Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares continue a diminuir gradualmente, permanecendo, no entanto, elevada, devido ao crescimento forte, mas a abrandar, dos salários ao longo do horizonte de projeção (quadro 4 e gráfico 7). Tendo registado uma taxa de 5,3% em agosto de 2023, considera-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares diminuirá para 2,9% em 2024. No que respeita às suas duas principais componentes, considera-se que a inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos descerá mais do que a inflação dos preços dos serviços, em consonância com o papel mais forte que a diminuição das pressões acumuladas desempenha na inflação dos preços dos bens e o papel mais forte que as pressões elevadas dos custos do trabalho desempenham na inflação dos preços dos serviços. De um modo geral, a esperada descida da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares de 5,1% em 2023 para 2,2% em 2025, surge na sequência do desvanecimento dos estrangulamentos no abastecimento e dos efeitos dos produtos energéticos, refletindo também cada vez mais o impacto da maior restritividade da política monetária e a normalização da procura, com os efeitos de reabertura após a pandemia a dissiparem-se. O projetado nível alto da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares reflete que o impacto do crescimento elevado, embora a diminuir, dos salários nominais deverá ser apenas parcialmente compensado por ajustamentos nas margens de lucro.

Gráfico 7

Inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares na área do euro

(variação anual em percentagem)



Notas: A linha vertical indica o início do atual horizonte de projeção. Os intervalos em torno das projeções centrais para a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares têm por base erros de projeção anteriores, após a correção de valores anómalos. As bandas, da mais escura à mais clara, ilustram as probabilidades de 30%, 60% e 90% de o resultado da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares se situar dentro dos intervalos correspondentes. Para mais informações, ver a caixa 6 das projeções macroeconómicas para a área do euro de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE.

Comparativamente às projeções de junho de 2023, a projeção para a inflação medida pelo IHPC foi objeto de uma revisão em alta de 0,2 pontos percentuais, tanto para 2023 como para 2024, e revista em baixa em 0,1 pontos percentuais para 2025. A componente de preços dos produtos energéticos foi revista em alta para 2023 e 2024, devido às recentes surpresas de dados, aos preços mais elevados dos futuros do petróleo e a variações nos preços regulamentados. Estas revisões em alta foram parcialmente compensadas por revisões em baixa das componentes não energéticas. A inflação dos preços dos produtos alimentares foi revista em alta para 2023, devido sobretudo a surpresas de dados em sentido ascendente, enquanto as revisões em sentido descendente no tocante 2024 e 2025 se devem a pressupostos técnicos mais baixos para os preços dos produtos agrícolas no produtor na área do euro. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não foi objeto de revisões no que respeita a 2023, mas foi revista em baixa para 2024 e 2025, devido à apreciação do euro e às perspetivas mais fracas para a procura.

Quadro 4

Evolução dos preços e dos custos na área do euro

(variação anual em percentagem)

	Setembro de 2023					Junho de 2023			
	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
IHPC	2,6	8,4	5,6	3,2	2,1	8,4	5,4	3,0	2,2
Componente de produtos energéticos do IHPC	13,0	37,0	-1,3	5,6	1,4	37,0	-3,1	2,9	1,4
Componente de produtos alimentares do IHPC	1,5	9,0	10,9	3,1	2,3	9,0	10,7	3,3	2,4
IHPC excluindo produtos energéticos	1,5	5,1	6,4	2,9	2,2	5,1	6,4	3,1	2,3
IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares	1,5	3,9	5,1	2,9	2,2	3,9	5,1	3,0	2,3
IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos¹⁾	1,3	3,9	5,1	2,9	2,2	3,9	5,1	3,0	2,3
Deflator do PIB	2,1	4,6	5,7	3,1	2,5	4,6	5,4	3,1	2,6
Deflator das importações	8,0	17,4	-2,2	1,6	1,7	17,2	-1,7	2,2	1,9
Custos unitários do trabalho	-0,1	3,2	5,8	3,5	2,4	3,0	5,6	3,4	2,6
Remuneração por trabalhador	3,9	4,3	5,3	4,3	3,8	4,3	5,3	4,5	3,9
Produtividade do trabalho²⁾	4,1	1,1	-0,5	0,8	1,3	1,2	-0,3	1,0	1,3

Notas: Os deflatores das importações e do PIB, 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 a divulgações de dados após a data de fecho da informação para as projeções. Os dados estão disponíveis, também com frequência trimestral, para descarregamento da [base de dados das projeções macroeconómicas no sítio do BCE](#).

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

2) Medida como PIB real por indivíduo empregado.

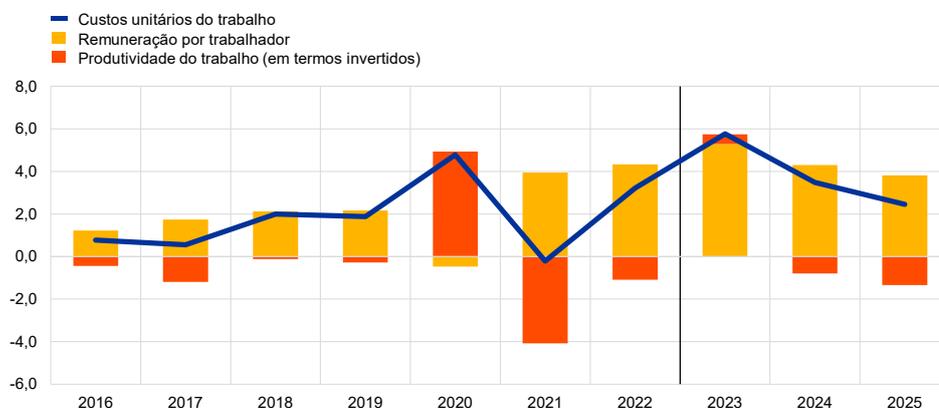
Projeta-se que o crescimento dos salários nominais diminua gradualmente com o tempo, mantendo-se, porém, elevado devido ao mercado de trabalho ainda restritivo e aos aumentos dos salários mínimos e à compensação pela inflação.

De acordo com as projeções, o crescimento da remuneração por trabalhador diminuirá de 5,3% em 2023 para 3,8% em 2025. No que toca a 2023, o valor mantém-se inalterado em comparação com as projeções de junho, mas o crescimento deverá ser ligeiramente menor em 2024 e 2025, refletindo um enfraquecimento do mercado de trabalho. As perdas de poder de compra incorridas desde o aumento acentuado da inflação deverão ser recuperadas apenas no final do horizonte de projeção. O crescimento dos custos unitários do trabalho deverá atingir o seu valor máximo em 2023, diminuindo depois em 2024 e 2025, perante uma diminuição do crescimento dos salários e uma recuperação do crescimento da produtividade (gráfico 8).

Gráfico 8

Decomposição dos custos unitários do trabalho na área do euro

(variação anual em percentagem; pontos percentuais)



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

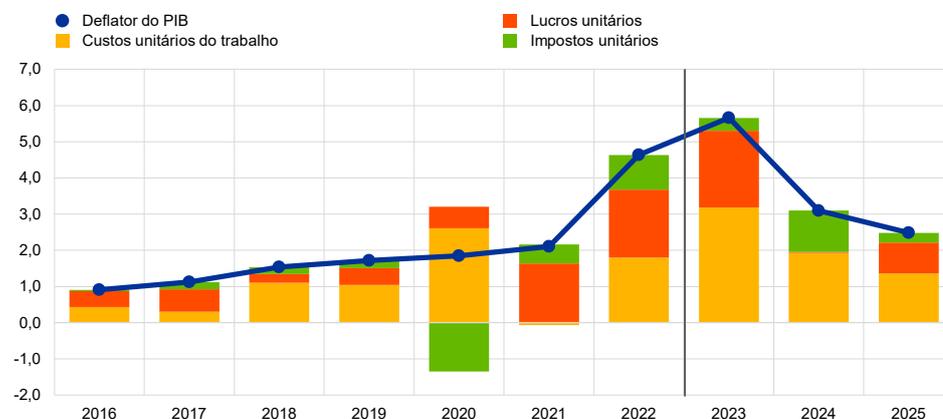
Projeta-se que, ao longo do horizonte de projeção, as pressões sobre os preços internos, medidas pelo crescimento do deflator do PIB, diminuam gradualmente dos seus atuais níveis elevados (gráfico 9). De acordo com as projeções, a taxa de crescimento anual do deflator do PIB terá atingido um máximo histórico de 6,3% no primeiro e segundo trimestres de 2023 e descerá gradualmente para uma taxa de 2,0% no final de 2025. Além da queda das taxas de crescimento dos custos unitários do trabalho, esta descida é também impulsionada por um crescimento mais lento dos lucros unitários. É provável que os fatores excepcionais que apoiaram as margens das empresas em 2021 e 2022 também o façam no primeiro semestre de 2023, ao passo que o desvanecimento dos estrangulamentos no abastecimento, bem como a fraca procura agregada e o forte crescimento dos salários ao longo da maior parte do horizonte de projeção são consentâneos com os indicadores que apontam para lucros decrescentes durante o horizonte de projeção¹⁰. Os lucros unitários deverão diminuir até meados de 2024 e, a par do impacto desinflacionista das melhorias nos termos de troca e do fortalecimento do crescimento da produtividade, ajudarão a absorver o crescimento relativamente forte dos custos do trabalho. A partir do segundo semestre de 2024, os lucros unitários aumentarão, como se considera que o abrandamento do crescimento dos custos do trabalho apoiará a fixação de preços pelas empresas.

¹⁰ Para mais informação sobre a decomposição do deflator do PIB e o papel dos lucros unitários na análise da inflação, ver a caixa por E. Hahn, intitulada "De que forma é que os lucros ditam as pressões internas sobre os preços na área do euro?", *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2023, bem como Arce, O., Hahn, E. e Koester, G., "How tit-for-tat inflation can make everyone poorer", *Blogue do BCE*, 30 de março de 2023.

Gráfico 9

Deflator do PIB da área do euro – decomposição do lado do rendimento

(variação anual em percentagem; pontos percentuais)



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

Na sequência de um aumento acentuado em 2022, a taxa de crescimento anual dos preços das importações deverá passar a ser negativa em 2023, conduzindo a uma melhoria dos termos de troca no horizonte de projeção.

Após um aumento acentuado de 17,4% em 2022, o deflator das importações deverá diminuir marcadamente e registar uma contração em 2023, perante o desvanecimento dos estrangulamentos no abastecimento no que respeita a fatores de produção importados, passando depois a ser positivo em 2024 e 2025, em consonância com o pressuposto perfil das matérias-primas energéticas e os aumentos moderados de matérias-primas não alimentares.

Caixa 4

Análises de sensibilidade: trajetórias alternativas dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares

Devido à incerteza significativa em torno da evolução futura dos preços dos produtos energéticos, as trajetórias alternativas dos mesmos são determinadas com base nos preços do petróleo e do gás implícitos nas opções e numa trajetória de preços constante para avaliar as implicações das perspetivas para a inflação medida pelo IHPC e para o crescimento real do PIB. Nesta análise, é utilizado um índice sintético de preços dos produtos energéticos, que combina os preços dos futuros do petróleo e do gás. As trajetórias em alta e baixa alternativas 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 e do gás em 22 de agosto de 2023 (a data de fecho da informação para os pressupostos técnicos). Ambas as distribuições indicam riscos em sentido ascendente para os pressupostos técnicos implícitos nas projeções de setembro de 2023. Esses riscos são muito pronunciados no que toca aos preços dos futuros do gás, à luz da continuação da restritividade e volatilidade dos mercados do gás, devido à guerra na Ucrânia. Além disso, parte-se do pressuposto de preços constantes tanto para os preços do petróleo como para os preços do gás. Os impactos das trajetórias alternativas são avaliados com uma série de modelos macroeconómicos do BCE e do Eurosistema utilizados nas projeções.

Os impactos médios no crescimento real do PIB e na inflação medida pelo IHPC nesses modelos são apresentados no quadro a seguir.

Quadro A

Impactos de trajetórias alternativas dos preços dos produtos energéticos

	Trajetória 1: percentil 25			Trajetória 2: percentil 75			Trajetória 3: preços constantes		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<i>(desvio em relação aos níveis nas projeções de referência, em percentagem)</i>									
Índice sintético de preços dos produtos energéticos	-6,0	-17,5	-21,6	7,1	20,4	26,7	-3,4	-13,6	-5,8
<i>(desvios em relação às taxas de crescimento nas projeções de referência, em pontos percentuais)</i>									
Crescimento real do PIB	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,2
Inflação medida pelo IHPC	-1,0	-0,6	-0,5	0,1	0,7	0,5	-0,1	-0,4	-0,1

Notas: 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. Os percentis 25 e 75 referem-se às densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções para os preços do petróleo e do gás em 22 de agosto de 2023. Os preços constantes do petróleo e do gás correspondem aos respetivos valores na mesma data. Os impactos macroeconómicos são apresentados como médias de vários modelos macroeconómicos utilizados pelos especialistas do BCE e do Eurosistema.

Foi realizada uma análise de sensibilidade semelhante com trajetórias alternativas para os preços internacionais dos produtos alimentares, as quais se apresentam enviesadas em sentido ascendente. Essa análise pressupõe que os preços internacionais das matérias-primas alimentares do trigo e do milho seguem os percentis 10 e 90 dos preços implícitos nas opções em 22 de agosto. As distribuições encontram-se enviesadas em sentido ascendente, refletindo provavelmente uma combinação de riscos relacionados com as alterações climáticas e o fenómeno El Niño, que poderá amplificar a já provável frequência mais elevada de eventos meteorológicos extremos resultantes das alterações climáticas em geral, bem como a continuação da incerteza quanto ao aprovisionamento mundial de cereais decorrente da guerra na Ucrânia. Os impactos das trajetórias alternativas nas projeções para a inflação na área do euro são avaliados recorrendo a elasticidades obtidas com base em modelos macroeconómicos do Eurosistema utilizados nas projeções e são apresentados no quadro que se segue. O impacto destes preços mais elevados dos produtos alimentares no crescimento real do PIB da área do euro seria negligenciável.

Quadro B

Impactos de trajetórias alternativas dos preços dos produtos alimentares

	Trajetória 1: percentil 10			Trajetória 2: percentil 90		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Preço internacional do trigo	-2,6	-19,3	-5,1	3,3	25,9	4,2
Preço internacional do milho	-2,2	-16,6	-0,2	3,5	23,3	6,7
Crescimento real do PIB	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inflação medida pelo IHPC	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,2

Notas: Nesta análise de sensibilidade, os percentis 10 e 90 referem-se às densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções para os preços do trigo e do milho em 22 de agosto de 2023. As trajetórias das densidades implícitas extraídas de opções são transformadas num impacto sobre os preços dos produtos agrícolas no produtor na área do euro. Os impactos macroeconómicos são calculados com recurso a elasticidades obtidas com base em modelos macroeconómicos do Eurosistema utilizados nas projeções.

Caixa 5

Previsões elaboradas por 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, aplicam métodos diferentes de cálculo dos pressupostos relativos às variáveis orçamentais, financeiras e externas, incluindo preços do petróleo, do gás e de outras matérias-primas. Por último, no tocante ao PIB; existem diferenças nos métodos de correção de dias úteis utilizados.

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		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025
Projeções dos especialistas do BCE	Setembro de 2023	0,7	1,0	1,5	5,6	3,2	2,1
Comissão Europeia	Setembro de 2023	0,8	1,3	-	5,6	2,9	-
Consensus Economics	Agosto de 2023	0,6	0,8	1,4	5,5	2,5	2,0
Inquérito a analistas profissionais	Julho de 2023	0,6	1,1	1,5	5,5	2,7	2,2
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Julho de 2023	0,9	1,5	-	5,2	2,8	-
Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Junho de 2023	0,9	1,5	-	5,8	3,2	-

Fontes: Previsões económicas (intercalares) do verão de 2023 da Comissão Europeia, de 11 de setembro de 2023; previsões da Consensus Economics, de 10 de agosto de 2023 (sendo os dados para 2025 retirados do inquérito de julho de 2023); inquérito do BCE a analistas profissionais, de 28 de julho de 2023; *World Economic Outlook Update* do FMI, de 25 de julho de 2023; *Economic Outlook*, n.º 113, da OCDE, de 7 de junho de 2023.

Notas: As projeções macroeconómicas dos especialistas do BCE apresentam taxas de crescimento anuais corrigidas de dias úteis para o PIB real, ao passo que a Comissão Europeia e o FMI reportam taxas de crescimento anuais não corrigidas de dias úteis por ano. As restantes previsões não especificam se apresentam, ou não, dados corrigidos de dias úteis.

As projeções de setembro de 2023 dos especialistas do BCE encontram-se dentro do

intervalo das restantes previsões para o crescimento do PIB e para a inflação. A projeção

para o crescimento do PIB dos especialistas do BCE relativa a 2023 é ligeiramente superior às previsões do setor privado e ligeiramente inferior ao indicado no *World Economic Outlook Update* do FMI, às previsões (intercalares) do verão da Comissão Europeia e às previsões da OCDE.

Em relação a 2024, a projeção dos especialistas do BCE está entre as previsões mais baixas, mas ligeiramente acima do inquérito publicado pela Consensus Economics. Quanto a 2025, é semelhante a algumas outras previsões disponíveis para esse ano. No que respeita à inflação medida pelo IHPC, a projeção dos especialistas do BCE para 2024 está entre as previsões mais elevadas e em consonância com as previsões da OCDE, mas consideravelmente acima do inquérito da Consensus Economics. No tocante a 2025, situa-se dentro do intervalo estreito das restantes previsões.

© **Banco Central Europeu, 2023**

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 educativos e não comerciais é permitida, desde que a fonte seja identificada.

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

HTML ISBN 978-92-899-5628-4, ISSN 2529-458X, doi:10.2866/561105, QB-CE-23-002-PT-Q