



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

Projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema

Dezembro de 2024



Índice

1	Síntese	2
2	Enquadramento internacional	4
	Caixa 1 Pressupostos técnicos	6
3	Economia real	8
4	Perspetivas orçamentais	18
5	Preços e custos	21
	Caixa 2 Avaliação do impacto das políticas de transição climática no crescimento e na inflação	26
6	Análises de sensibilidade	33
	Trajetórias alternativas para os preços dos produtos energéticos	33
	Trajetórias alternativas da taxa de câmbio	35
	Caixa 3 Comparação com previsões de outras instituições e do setor privado	36

1 Síntese

A economia da área do euro deverá prosseguir a sua recuperação gradual nos próximos anos, num enquadramento de considerável incerteza em termos geopolíticos e de políticas. Não obstante a retoma do crescimento a um ritmo moderado no decurso de 2024, indicadores recentes sugerem um enfraquecimento no curto prazo, sendo provável que a atual confiança fraca dos consumidores e a incerteza elevada reforcem os incentivos das famílias à poupança. No entanto, estão reunidas as condições para um novo fortalecimento do crescimento económico. Em particular, a subida dos salários reais e do emprego, num contexto de mercados de trabalho robustos, deverá apoiar uma recuperação, impulsionada sobretudo pelo consumo. A procura interna também deverá ser impulsionada por uma diminuição da restritividade das condições de financiamento, em consonância com as expectativas do mercado quanto à trajetória futura das taxas de juro. Apesar da elevada incerteza em torno das políticas orçamentais, pressupõe-se que, em geral, se encontrem numa trajetória de consolidação. Contudo, os fundos do programa do Instrumento de Recuperação da União Europeia (“NextGenerationEU” ou “NGEU”) deverão apoiar o crescimento até à cessação do programa em 2027. Com base no pressuposto, subjacente às projeções de referência, de que as políticas de comércio dos principais parceiros comerciais da Europa permanecem inalteradas, a procura externa deverá ganhar força e apoiar as exportações da área do euro. Em resultado, o contributo do comércio líquido para o crescimento do produto interno bruto (PIB) deverá ser globalmente neutro, não obstante os atuais desafios em termos de competitividade. A taxa de desemprego deverá continuar a descer para níveis historicamente baixos. Com o início do desvanecimento de alguns dos fatores cíclicos que reduziram recentemente a produtividade, espera-se que esta aumente ao longo do horizonte de projeção, embora persistam desafios estruturais. De um modo geral, projeta-se que o crescimento médio anual do PIB real seja de 0,7% em 2024, 1,1% em 2025 e 1,4% em 2026, abrandando depois para 1,3% em 2027. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2024 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em baixa, principalmente devido a revisões de dados sobre o investimento no primeiro semestre de 2024, a expectativas de um crescimento mais fraco das exportações em 2025 e a uma pequena revisão em sentido descendente da projetada expansão da procura interna em 2026¹.

De acordo com as projeções, a inflação global medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) aumentará em finais de 2024, descendo depois e passando a oscilar em torno do objetivo de 2% do BCE a partir do segundo trimestre de 2025. Espera-se que efeitos de base na componente de preços dos produtos energéticos sejam o principal fator impulsionador do aumento temporário da inflação no início do horizonte de projeção. Tendo em conta a pressuposta descida dos preços do petróleo e do gás, é provável que a inflação dos preços dos produtos

¹ A data de fecho da informação para os pressupostos técnicos e as projeções para a economia mundial foi 20 de novembro de 2024. As projeções macroeconómicas para a área do euro foram finalizadas em 27 de novembro.

energéticos permaneça negativa até ao segundo semestre de 2025, mantendo-se fraca a partir de então, excetuando um pequeno aumento em 2027 decorrente da introdução de novas medidas de mitigação das alterações climáticas. Projeta-se que a inflação dos preços dos produtos alimentares suba até meados de 2025, impulsionada sobretudo pela dinâmica ressurgente dos preços dos produtos alimentares não transformados, descendo depois para uma média de 2,2% em 2027. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) deverá descer em inícios de 2025, atendendo a que os efeitos indiretos de anteriores choques sobre os preços dos produtos energéticos estão a desvanecer-se, as pressões dos custos do trabalho estão a diminuir e o impacto desfasado do passado aumento da restritividade da política monetária continua a repercutir-se nos preços no consumidor. Esta descida deverá ser ditada por um decréscimo da inflação dos serviços – que, até à data, tem sido relativamente persistente. Em geral, a inflação medida pelo IHPCX deverá registar uma moderação, passando de 2,9% em 2024 para 1,9% em 2027. Inicialmente, o crescimento dos salários permanecerá elevado, mas diminuirá de forma gradual com o desvanecimento das pressões de compensação pela inflação. Espera-se que a moderação do crescimento da remuneração por trabalhador, a par da recuperação do crescimento da produtividade, leve a um crescimento significativamente mais lento dos custos unitários do trabalho. Em resultado, projeta-se que as pressões internas sobre os preços abrandem, em virtude de as margens de lucro amortecerem inicialmente as pressões ainda elevadas dos custos do trabalho, mas recuperem ao longo do horizonte de projeção. As pressões externas sobre os preços deverão manter-se globalmente moderadas. Em comparação com as projeções de setembro de 2024, as perspetivas para a inflação global medida pelo IHPC foram objeto de uma ligeira revisão em baixa para 2024 e 2025, devido sobretudo a surpresas de dados em sentido descendente e a pressupostos mais reduzidos para os preços do petróleo e da eletricidade.

Quadro 1

Projeções para o crescimento e a inflação na área do euro

(variação anual em percentagem, revisões em pontos percentuais)

	Dezembro de 2024					Revisões em relação a setembro de 2024		
	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026
PIB real	0,5	0,7	1,1	1,4	1,3	-0,1	-0,2	-0,1
IHPC	5,4	2,4	2,1	1,9	2,1	-0,1	-0,1	0,0
IHPCX	4,9	2,9	2,3	1,9	1,9	0,0	0,0	-0,1

Notas: Os valores relativos ao PIB real referem-se às médias anuais dos 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. As revisões são calculadas a partir de valores arredondados. Os dados estão disponíveis, também com frequência trimestral, para descarregamento da [base de dados das projeções macroeconómicas](#) no sítio do BCE.

2 Enquadramento internacional

O dinamismo do crescimento mundial manteve-se forte, embora os crescentes fatores adversos coloquem em evidência a fragilidade das perspetivas económicas mundiais². O crescimento mundial registou um ligeiro aumento no terceiro trimestre deste ano, globalmente em consonância com as projeções de setembro de 2024, uma vez que o ritmo da atividade na China acelerou e o crescimento do PIB real nos Estados Unidos foi mais forte do que o esperado. Não obstante a fraqueza generalizada da indústria transformadora, os dados que têm vindo a ser disponibilizados sugerem que o crescimento mundial deverá permanecer robusto no quarto trimestre de 2024, apoiado por dados económicos fortes nos Estados Unidos e pelo apoio orçamental na China e no Reino Unido. Contudo, as tensões geopolíticas no Médio Oriente, a guerra na Ucrânia, a persistente fraqueza do mercado imobiliário chinês e a possibilidade de a próxima Administração dos Estados Unidos adotar uma orientação mais interna sugerem que o dinamismo do crescimento mundial se mantém frágil.

Quadro 2 Enquadramento internacional

(variação anual em percentagem, revisões em pontos percentuais)

	Dezembro de 2024					Revisões em relação a setembro de 2024		
	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026
PIB real mundial (excluindo a área do euro)	3,6	3,4	3,5	3,3	3,2	0,0	0,1	0,0
Comércio mundial (excluindo a área do euro) ¹⁾	0,9	4,0	3,6	3,3	3,2	0,9	0,2	0,0
Procura externa da área do euro ²⁾	0,5	3,1	3,5	3,3	3,2	0,6	0,1	0,0
IPC mundial (excluindo a área do euro)	5,0	4,2	3,2	2,8	2,6	0,0	-0,1	0,0
Preços das exportações dos concorrentes nas moedas nacionais ³⁾	-1,0	2,2	1,7	2,3	2,1	-0,2	-0,5	-0,1

Nota: As revisões são calculadas a partir de valores arredondados.

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.

De acordo com as projeções, o crescimento mundial permanecerá moderado, descendo ligeiramente durante o horizonte de projeção. Projeta-se que o crescimento do PIB real mundial seja de 3,4% em 2024 e 3,5% em 2025, descendo depois para 3,3% em 2026 e 3,2% em 2023 (**quadro 2**). As melhores perspetivas no curto prazo, em comparação com as projeções anteriores, refletem dados económicos fortes para os Estados Unidos e a China, bem como estímulos orçamentais na China (principalmente para atenuar as dificuldades financeiras das administrações locais) e no Reino Unido. Os resultados das eleições nos Estados

² A menos que tal seja expressamente mencionado, nesta secção, as referências a agregados mundiais de indicadores económicos excluem a área do euro.

Unidos acrescentam, porém, considerável incerteza. Apesar de, nesta fase, ser difícil determinar o momento e o grau de compromisso associados a declarações efetuadas durante a campanha presidencial nos Estados Unidos, as projeções de referência para o país já incorporam políticas de imigração mais rigorosas e o prolongamento das reduções dos impostos sobre o rendimento das pessoas singulares e coletivas introduzidas em 2017 e com cessação prevista para 2025. A ligeira diminuição do crescimento mundial mais para o final do horizonte de projeção deve-se principalmente a expectativas de abrandamento do crescimento na China – refletindo uma demografia desfavorável – e a alguma desaceleração nos Estados Unidos, devido à menor imigração. Quanto ao Reino Unido, pressupõe-se que a redução da restringibilidade orçamental só impulsione temporariamente o crescimento do PIB real, pois os futuros aumentos dos impostos sobre o rendimento das pessoas coletivas deverão pesar sobre a atividade do setor privado, resultando num menor crescimento em 2027.

Após um crescimento mais forte do que o esperado no terceiro trimestre, projeta-se que o comércio mundial abrande, em virtude de uma composição menos favorável da procura, com riscos em sentido descendente associados a um protecionismo comercial acrescido e a uma maior fragmentação.

As importações mundiais surpreenderam em alta no terceiro trimestre, impulsionadas por um aumento acentuado do comércio dos Estados Unidos. Evidência pontual sugere que as empresas do país anteciparam importações, antes de possíveis restrições comerciais e em antecipação das greves portuárias em outubro. Embora o comércio mundial permaneça inerentemente volátil, os dados que têm vindo a ser disponibilizados apontam para uma diminuição do crescimento das importações mundiais no quarto trimestre. A diminuição reflete a fraqueza do ciclo da indústria transformadora a nível mundial e uma normalização das importações de bens na sequência da antecipação anterior. Tal é agravado por uma composição menos favorável da procura mundial, atualmente impulsionada pelo setor dos serviços, menos assente no comércio, e pelo consumo do setor público. No resto do horizonte de projeção, projeta-se que o comércio registe um crescimento em consonância com a atividade mundial, com o reequilíbrio da composição da procura em favor de componentes mais assentes em comércio (por exemplo, indústria transformadora e investimento). O crescimento do comércio mundial e a procura externa da área do euro foram objeto de uma revisão em alta considerável para 2024, devido a resultados mais fortes, permanecendo, porém, globalmente semelhantes ao avançado nas projeções de setembro para o resto do horizonte. Projeta-se que o crescimento da procura externa da área do euro aumente de 3,1% em 2024 para 3,5% em 2025 – face à retoma do comércio dos principais parceiros comerciais da área do euro –, diminuindo depois ligeiramente para 3,3% em 2026 e 3,2% em 2027. As perspetivas permanecem, ainda assim, muito incertas. Uma nova antecipação de importações, impulsionada por expectativas de restrições comerciais, poderá fortalecer o comércio no curto prazo. No médio prazo, o comércio poderá apresentar-se mais fraco, devido às atuais tensões geopolíticas e a um possível aumento do protecionismo comercial.

Projeta-se que a inflação mundial se mantenha numa trajetória descendente ao longo do horizonte de projeção, ao passo que o crescimento dos preços

das exportações dos concorrentes da área do euro foi revisto em baixa em comparação com as projeções de setembro. A inflação mundial prossegue uma trajetória descendente gradual, não obstante a persistente inflação dos serviços nas economias avançadas devido ao elevado crescimento dos salários. De acordo com as projeções, a inflação global mundial medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) descerá de 4,2% em 2024 para 2,6% em 2027. Nas economias avançadas, projeta-se que o processo desinflacionista prossiga, devendo a inflação global convergir de forma gradual para os objetivos dos bancos centrais até 2026. Em comparação com as projeções de setembro, o perfil da inflação mundial praticamente não sofreu alterações. O crescimento dos preços das exportações dos concorrentes da área do euro (nas moedas nacionais e em termos homólogos) passou a ser positivo em 2024, com a dissipação do impacto de descidas anteriores dos preços das matérias-primas e das pressões acumuladas. Deverá continuar a oscilar em torno de 2% no horizonte de projeção, globalmente em consonância com a sua média histórica. As revisões em baixa do crescimento dos preços das exportações dos concorrentes, face às projeções de setembro para 2025 e 2026, refletem sobretudo o impacto dos preços do petróleo mais baixos e uma desinflação dos preços no produtor mais enraizada na China.

Caixa 1

Pressupostos técnicos

Em comparação com as projeções de setembro de 2024, as principais alterações dos pressupostos técnicos prendem-se com os preços mais reduzidos do petróleo e da eletricidade, mas mais elevados do gás, com uma taxa de câmbio mais fraca e com taxas de juro mais baixas. Os pressupostos relativos aos preços do petróleo e da eletricidade, baseados nos preços dos futuros, foram revistos um pouco em baixa, ao passo que os pressupostos relativos aos preços do gás foram objeto de uma revisão em alta para 2025 e de uma ligeira revisão em baixa para 2026. Pressupõe-se que os preços dos produtos energéticos desçam no horizonte de projeção. Os preços das matérias-primas não energéticas foram revistos substancialmente em sentido ascendente para 2025 e um pouco em sentido descendente para 2026. A taxa de câmbio do euro registou uma depreciação de 3,0% face ao dólar dos Estados Unidos e de 1,3% em termos efetivos nominais, pressupondo-se que permanecerá constante ao longo do horizonte de projeção. Com base nas expectativas do mercado, os pressupostos para as taxas de juro de curto prazo foram revistos em baixa em 20 a 30 pontos base em 2025 e 2026, ao passo que os pressupostos relativos às taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo foram objeto de uma ligeira revisão em alta.

Quadro

Pressupostos técnicos

	Dezembro de 2024					Revisões em relação a setembro de 2024		
	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026
Matérias-primas:								
Preço do petróleo (USD/barril)	83,7	81,8	71,8	70,1	69,2	-1,6	-5,7	-4,2
Preços do gás natural (EUR/MWh)	40,6	34,3	42,9	34,9	29,3	0,3	4,3	-1,2
Preços por grosso da eletricidade (EUR/MWh)	103,5	76,7	89,9	79,5	73,6	-0,9	-3,6	-3,3
Licenças de emissão do CELE 1 (EUR/tonelada)	83,7	65,4	69,6	71,8	74,0	-3,1	-5,6	-6,0
Licenças de emissão do CELE 2 (EUR/tonelada)	-	-	-	-	59,0	-	-	-
Preços das matérias-primas não energéticas, em USD (variação anual em percentagem)	-12,5	8,9	5,8	-0,4	-1,7	1,6	4,5	-2,9
Taxas de câmbio:								
Taxa de câmbio USD/EUR	1,08	1,08	1,06	1,06	1,06	-0,3	-3,0	-3,0
Taxa de câmbio efetiva nominal do euro (TCE41) (T1 1999 = 100)	121,8	124,2	123,5	123,5	123,5	-0,2	-1,3	-1,3
Pressupostos financeiros:								
EURIBOR a três meses (em percentagem por ano)	3,4	3,6	2,1	2,0	2,2	0,0	-0,3	-0,2
Taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública a dez anos (em percentagem por ano)	3,1	2,9	2,9	3,1	3,2	0,0	0,1	0,1

Notas: As revisões são expressas como percentagens para os níveis e como pontos percentuais para as taxas de crescimento e percentagens por ano. As revisões das taxas de crescimento e das taxas de juro são calculadas utilizando valores arredondados para uma casa decimal, enquanto as revisões reportadas como variações percentuais são calculadas com base em valores não arredondados. Os pressupostos técnicos relativos às taxas de juro da área do euro e aos preços das matérias-primas têm por base as expectativas do mercado, com uma data de fecho da informação de 20 de novembro de 2024. Os preços do petróleo referem-se aos preços à vista e dos futuros do petróleo bruto Brent. Os preços do gás referem-se aos preços à vista e dos futuros do gás na facilidade de transferência de títulos (*Title Transfer Facility* – TTF) neerlandesa. Os preços da eletricidade referem-se ao preço médio por grosso à vista e dos futuros para os cinco países de maior dimensão da área do euro. O preço "sintético" dos futuros de licenças de emissão do primeiro Sistema de Comércio de Licenças de Emissão da União Europeia (referido como "Comércio Europeu de Licenças de Emissão" ou "CELE") é calculado como o valor de fim de mês linearmente interpolado dos dois futuros de licenças de emissão mais próximos da European Energy Exchange. É então calculada a média dos preços mensais dos futuros de licenças de emissão para determinar um equivalente à frequência anual. Não havendo ainda comércio de licenças de emissão no âmbito do CELE 2, os pressupostos relativos a preços foram definidos pelos especialistas do Eurosistema como correspondendo ao preço-límiar, acima do qual serão libertadas licenças de emissão adicionais, tendo o preço sido atualizado para preços de 2027 (ver a caixa 2 para mais pormenores). As trajetórias dos preços das matérias-primas são as implícitas nos mercados de futuros no período de dez dias úteis findo na data de fecho da informação. Relativamente às taxas de câmbio bilaterais, pressupõe-se que, durante o horizonte de projeção, permanecem inalteradas nos níveis médios prevalentes no período de dez dias úteis findo na data de fecho da informação. Os pressupostos referentes às taxas de rentabilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos da área do euro têm por base a média das taxas de rentabilidade das obrigações a dez anos dos países, ponderada em função dos valores anuais do PIB. Quando os dados necessários estão disponíveis, as taxas de rentabilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos de cada país são definidas como as taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública a dez anos de referência, prolongadas utilizando as taxas de rentabilidade a prazo ao par, calculadas, na data de fecho da informação, a partir das correspondentes curvas de rendimentos de cada país. Para os restantes países, as taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública a dez anos de cada país são definidas como a taxa de rentabilidade das obrigações de dívida pública a dez anos de referência, prolongada utilizando um diferencial constante (observado na data de fecho da informação) acima do pressuposto técnico relativo às taxas de juro de longo prazo da área do euro isentas de risco.

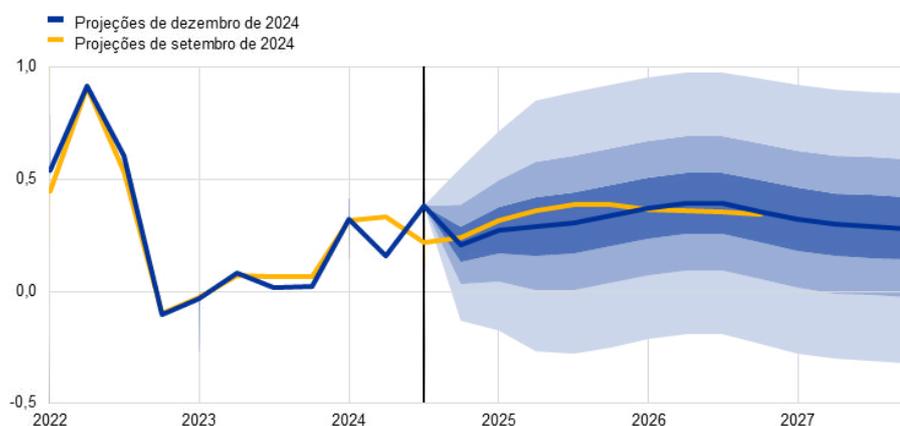
3 Economia real

Tendo praticamente estagnado em 2023, a atividade económica na área do euro aumentou no decurso de 2024 (gráfico 1). Em termos trimestrais em cadeia, o crescimento do PIB real aumentou de 0,2% no segundo trimestre de 2024 para 0,4% no terceiro trimestre, apoiado por uma retoma da procura interna. Em comparação com as projeções de setembro de 2024, o crescimento no terceiro trimestre foi 0,2 pontos percentuais mais elevado, ao passo que o crescimento no segundo trimestre foi revisto em baixa. Em resultado, o nível geral da atividade económica no terceiro trimestre está globalmente em consonância com o indicado nas projeções de setembro. Tal refletiu sobretudo surpresas compensatórias na dinâmica do investimento e das exportações, no contexto de um consumo um pouco mais forte. É provável que a constituição de existências também tenha contribuído para o crescimento no terceiro trimestre. Entre os setores, é provável que a atividade industrial tenha continuado a diminuir no terceiro trimestre, enquanto a atividade no setor dos serviços continuou a apresentar crescimento.

Gráfico 1 PIB real da área do euro

a) Crescimento do PIB real

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



b) Nível do PIB real

(volumes encadeados (2020); mil milhões de euros)



Notas: Os dados históricos podem diferir das publicações mais recentes do Eurostat. A linha vertical indica o início do atual horizonte de projeção. No painel a), 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 do PIB real se situar dentro dos intervalos correspondentes. Para mais informações, ver a caixa intitulada "Ilustração da incerteza em torno das projeções" nas projeções macroeconómicas de março de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE.

Os dados que têm vindo a ser disponibilizados sugerem que o crescimento do PIB da área do euro enfraquecerá um pouco no curto prazo, num contexto de considerável incerteza. Indicadores relevantes para a atividade baseados em inquéritos, como o Índice de Gestores de Compras (IGC) e os indicadores da Comissão Europeia para a confiança das empresas e dos consumidores, mantêm-se fracos. A maioria registou novas descidas em novembro. Os dados que têm vindo a ser disponibilizados apontam para persistentes diferenças entre os setores, tendo o setor da indústria transformadora permanecido muito fraco (o IGC da produção na indústria transformadora para novembro foi de 45,1). Ao mesmo tempo, a atividade no setor dos serviços também registou uma moderação, como refletido na queda do IGC da produção de serviços em novembro para um valor inferior a 50. De um modo geral, a atividade económica deverá apresentar um crescimento de 0,2% no quarto trimestre de 2024, sendo esta taxa mais baixa do

que no terceiro trimestre, em virtude do desvanecimento de fatores pontuais que apoiaram o crescimento no verão (nomeadamente os Jogos Olímpicos de Paris), a par da fraca confiança, da elevada incerteza e das tensões geopolíticas. Como se projeta que o crescimento do PIB se situará em 0,3% no primeiro trimestre de 2025, as perspetivas de curto prazo estão globalmente em consonância com as projeções de setembro.

O crescimento do PIB real deverá aumentar no médio prazo, apoiado por uma recuperação do consumo, um fortalecimento da procura externa e o desvanecimento dos efeitos redutores do anterior aumento da restritividade da política monetária (quadro 3). A subida continuada do poder de compra das famílias, devido ao crescimento resiliente dos salários e à descida da inflação, deverá apoiar o crescimento do consumo privado. Projeta-se que a despesa das famílias continue a sustentar a recuperação no médio prazo (**gráfico 2**, painel a)), embora em menor grau do que o considerado nas projeções de setembro. A resiliência geral do mercado de trabalho e a pressuposta recuperação gradual da confiança dos consumidores também deverão apoiar o crescimento do consumo privado, não obstante a continuação de fortes incentivos à poupança, incluindo devido às taxas de juro ainda elevadas e aos critérios de concessão de crédito restritivos. Projeta-se que o investimento registe um fortalecimento gradual ao longo do horizonte de projeção, refletindo sobretudo o desvanecimento do entrave gerado pelo anterior aumento da restritividade da política monetária e o apoio decorrente dos crescentes lucros unitários, da mobilização de fundos ao abrigo do programa do NGEU e da melhoria da procura interna e externa. Esta última deverá também apoiar o crescimento das exportações, não obstante os problemas de competitividade da área do euro. Enquanto, em 2024, a orientação orçamental deverá ter passado a ser mais restritiva, em 2025 e 2026 deverá apresentar-se globalmente neutra. Projeta-se que a orientação orçamental passe de novo a ser mais restritiva perto do final do horizonte, contribuindo para um enfraquecimento do crescimento do PIB em 2027 (ver a secção 4).

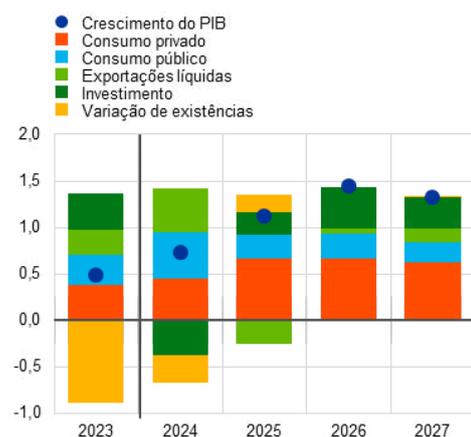
Estima-se que o impacto do anterior aumento da restritividade da política monetária no crescimento se desvaneça durante o horizonte de projeção, ajudado pela atual descida das taxas de juro diretoras. O impacto das medidas de política monetária tomadas entre dezembro de 2021 e setembro de 2023 continua a repercutir-se na economia real. Todavia, a maior parte do impacto em sentido descendente no crescimento já se terá concretizado. Na sequência das reduções das taxas de juro diretoras desde junho de 2024 e com base nas expectativas do mercado quanto à trajetória futura das taxas de juro à data de fecho da informação para as projeções (**caixa 1**), o impacto negativo do anterior aumento da restritividade da política monetária no crescimento económico deverá desvanecer-se em 2025. Apesar da considerável incerteza quanto à magnitude e à duração desse impacto negativo, este deverá cessar em 2026.

Gráfico 2

Crescimento do PIB real da área do euro – decomposição nas principais componentes da despesa

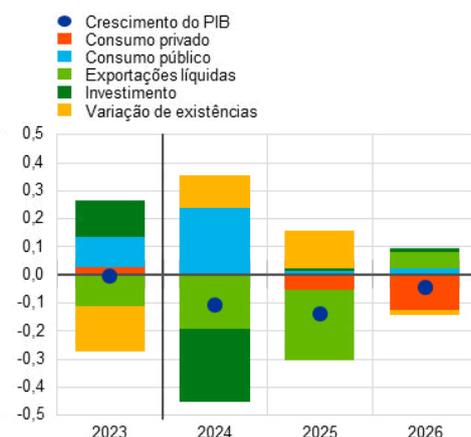
a) Projeções de dezembro de 2024

(variação anual em percentagem; contributos em pontos percentuais)



b) Revisões em relação às projeções de setembro de 2024

(pontos percentuais e 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 atual horizonte de projeção. As revisões são calculadas com base em valores não arredondados.

Quadro 3

Projeções para o PIB real, comércio e mercado de trabalho

(variação anual em percentagem, salvo indicação em contrário; revisões em pontos percentuais)

	Dezembro de 2024					Revisões em relação a setembro de 2024		
	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026
PIB real	0,5	0,7	1,1	1,4	1,3	-0,1	-0,2	-0,1
Consumo privado	0,8	0,9	1,3	1,3	1,2	0,1	-0,1	-0,2
Consumo público	1,5	2,3	1,2	1,2	1,0	1,1	0,1	0,1
Investimento	1,8	-1,7	1,2	2,2	1,6	-1,2	0,0	0,1
Exportações¹⁾	-0,2	1,0	1,6	3,0	3,0	-0,2	-1,0	0,0
Importações¹⁾	-0,7	0,1	2,3	3,1	2,9	0,1	-0,5	-0,2
Contributo para o PIB de:								
Procura interna	1,1	0,6	1,2	1,4	1,2	0,0	0,0	-0,1
Exportações líquidas	0,3	0,5	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,1
Variação de existências	-0,9	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Rendimento disponível real	1,2	2,3	0,8	1,0	0,8	-0,5	0,0	0,2
Rácio de poupança das famílias (em percentagem do rendimento disponível)	13,9	15,1	14,7	14,5	14,2	0,2	0,2	0,5
Emprego²⁾	1,4	0,8	0,4	0,6	0,5	0,0	0,0	0,2
Taxa de desemprego	6,5	6,4	6,5	6,3	6,1	-0,1	0,0	-0,2
Balança corrente (em percentagem do PIB)	1,7	2,7	2,6	2,7	2,9	0,1	-0,1	0,0

Notas: O PIB real e as suas 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.

2) Pessoas empregadas.

Em comparação com as projeções de setembro de 2024, o crescimento do PIB real foi revisto em baixa para o período de 2024 a 2026 (quadro 3 e gráfico 2, painel b)). As revisões em sentido descendente para 2024 e 2025 refletem níveis mais fracos de investimento (devido sobretudo a revisões de dados para o primeiro semestre de 2024) e de exportações (líquidas) no curto prazo, em virtude dos atuais problemas de competitividade. Tal é parcialmente compensado em 2024 por um consumo público muito mais forte. O crescimento do consumo privado foi também revisto em baixa para 2025 e 2026, devido a uma reavaliação da velocidade a que se espera que o rácio de poupança normalize face aos seus atuais níveis elevados.

Ainda se espera que o consumo privado seja o principal fator impulsionador do crescimento do PIB, apoiado pelo crescimento robusto da remuneração do trabalho, em resultado do aumento dos salários e da descida da inflação.

É provável que o crescimento do consumo privado tenha registado uma forte recuperação no terceiro trimestre de 2024, não obstante a elevada taxa de poupança das famílias. A despesa das famílias deverá ganhar força, passando de uma taxa de aumento anual em torno de 0,8-0,9% em 2023 e 2024 para 1,3% em 2025 e 2026, diminuindo depois, em 2027, para 1,2%, a média registada antes da pandemia. A recuperação do consumo privado reflete uma normalização gradual da taxa de poupança das famílias e um aumento do rendimento disponível real, devido

principalmente ao crescimento ainda forte dos salários e ao crescimento robusto dos rendimentos não relacionados com o trabalho (em particular, o rendimento do emprego por conta própria e de ativos financeiros). Embora se projete que o crescimento do rendimento real seja moderado no período de 2025 a 2027, com a dissipação dos efeitos da recuperação dos salários reais, o crescimento do consumo privado também deverá beneficiar de uma descida moderada do rácio de poupança, com a normalização gradual do comportamento de despesa dos consumidores. A taxa de poupança das famílias deverá permanecer elevada – refletindo taxas de juro ainda altas, embora decrescentes, e critérios de concessão de crédito ainda restritivos – e diminuir gradualmente ao longo do horizonte de projeção, ainda que a um ritmo mais lento do que o avançado nas projeções de setembro de 2024. Uma recuperação da confiança dos consumidores, bem como um comportamento de nivelamento do consumo – ou seja, uma reação desfasada da despesa das famílias ao aumento do poder de compra – provavelmente também contribuirão para a redução gradual da poupança. Em comparação com as projeções de setembro de 2024, o crescimento do consumo privado foi revisto em alta em 0,1 pontos percentuais para 2024, espelhando uma dinâmica algo mais forte no contexto de um crescimento mais elevado dos rendimentos do trabalho, mas foi revisto em baixa para 2025 e 2026 em, respetivamente, 0,1 pontos percentuais e 0,2 pontos percentuais, refletindo sobretudo uma taxa de poupança mais elevada, no âmbito da esperada normalização mais lenta do comportamento de despesa das famílias.

Projeta-se que o investimento em habitação continue a descer em 2024, recuperando depois lentamente no decurso de 2025, com o abrandamento gradual dos efeitos negativos do aumento da restritividade das condições de financiamento e a continuação da subida dos rendimentos reais das famílias.

É provável que o investimento em habitação tenha prosseguido a sua descida prolongada no terceiro trimestre de 2024, devendo também diminuir nos próximos trimestres, ainda que a um ritmo mais moderado, refletindo a persistente fraqueza da procura de habitação. Globalmente em consonância com a melhoria da procura esperada de empréstimos para aquisição de habitação reportada no mais recente inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro realizado pelo BCE, projeta-se que o investimento em habitação recupere a partir do segundo semestre de 2025, em resultado da descida gradual das taxas do crédito à habitação e do aumento dos rendimentos das famílias. Em termos gerais, após nova queda significativa em 2024, com um efeito de repercussão negativo no crescimento anual em 2025, projeta-se que o investimento em habitação suba em termos anuais em 2026 – pela primeira vez desde 2022.

Quanto ao investimento empresarial, projeta-se que apresente um ritmo de crescimento modesto ao longo do horizonte de projeção – devido à incerteza em termos geopolíticos e de políticas económicas –, mas deverá ser apoiado por uma melhoria gradual da procura interna e externa, por um crescimento robusto dos lucros unitários e por condições de financiamento mais favoráveis. Na área do euro, o investimento empresarial registou uma contração no primeiro semestre de 2024, em virtude da elevada volatilidade advinda das atividades de empresas multinacionais na Irlanda, da procura fraca e da incerteza

elevada. Impulsionado pela esperada procura interna e externa mais forte, pela melhoria das condições de financiamento e pelo crescimento sólido dos lucros unitários, projeta-se que o investimento aumente em 2025. Em 2026 e 2027, o menor entrave colocado pelas condições de financiamento, assim como os efeitos de atração da aplicação de fundos do NGEU e de fundos privados para estimular as transições digital e ecológica, também contribuirão para a recuperação do investimento.

Após uma descida no terceiro trimestre de 2024, o crescimento das exportações da área do euro deverá manter-se fraco e recuperar no próximo ano, dependendo do pressuposto de que as tarifas do comércio mundial permanecerão inalteradas. Não obstante uma forte procura externa, devido principalmente à antecipação de encomendas natalícias³, o crescimento das exportações foi modesto no segundo trimestre. Perante o enfraquecimento do ciclo da indústria transformadora a nível mundial e a persistência de desafios em termos de competitividade para os exportadores da área do euro⁴, o crescimento das exportações diminuiu no terceiro trimestre do ano, em consonância com os sinais negativos dos indicadores mais recentes dos inquéritos relativos a encomendas de exportações nos setores da indústria transformadora e dos serviços. Segundo as projeções, as exportações recuperarão a taxas de crescimento ligeiramente abaixo das médias históricas até ao final de 2025, na sequência de uma retoma da procura externa. No entanto, projeta-se que as quotas de mercado das exportações diminuam ao longo do horizonte de projeção. As importações também deverão apresentar uma taxa de crescimento fraca, um pouco inferior à sua taxa de crescimento de longo prazo. Em geral, após um contributo positivo no segundo trimestre de 2024, o comércio líquido deu um contributo negativo para o crescimento no terceiro trimestre, devendo continuar a fazê-lo no quarto trimestre, recuperando depois no primeiro semestre de 2025. Projeta-se uma melhoria dos termos de troca durante o horizonte de projeção, atendendo a que a maior parte do efeito do choque sobre os preços dos produtos energéticos já se repercutiu na economia. De acordo com as projeções, o saldo da balança corrente atingirá quase 3% do PIB no final do horizonte de projeção, situando-se ligeiramente acima da média de 2,6% anterior à pandemia.

Em geral, o mercado de trabalho deverá manter-se resiliente, embora o crescimento do emprego deva abrandar em comparação com os últimos anos. O emprego apresentou um crescimento modesto no segundo e terceiro trimestres de 2024. Projeta-se que continue a subir a uma taxa de crescimento trimestral relativamente fraca, entre 0,1 e 0,2%, ao longo do horizonte de projeção. Em termos anuais, espera-se que o crescimento do emprego tenha diminuído de 1,4% em 2023 para 0,8% em 2024 e considera-se que oscilará num intervalo entre 0,4 e 0,6% no período de 2025 a 2027 (uma revisão em sentido ascendente de 0,2 pontos

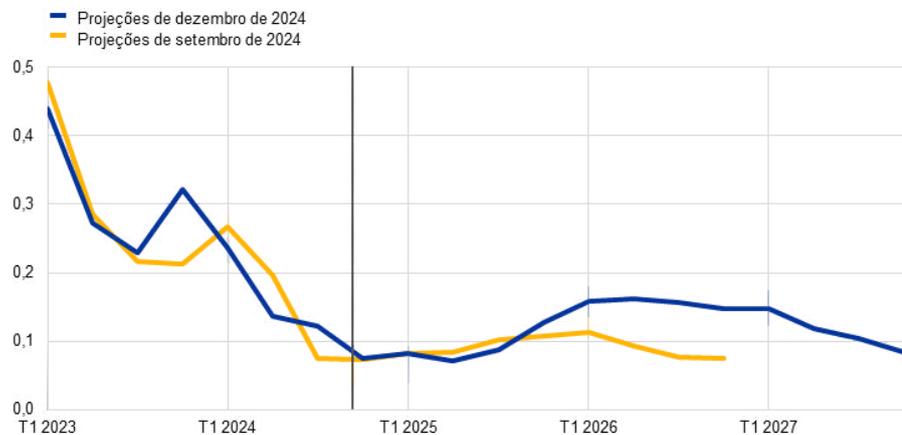
³ A informação obtida pelo BCE junto de companhias de transporte marítimo aponta para alguma antecipação da atividade de frete marítimo ao longo do ano e para um pico sazonal mais cedo do que o habitual (em junho-julho e não em setembro) antes da época de Natal, devido ao redirecionamento dos navios em torno de África na sequência das perturbações no Canal do Suez. O inquérito "Drewry," de maio de 2024, confirma a mudança dos calendários de expedição.

⁴ No final de 2019, os custos dos produtos energéticos na área do euro eram 1,5 vezes mais elevados do que nos Estados Unidos. Em novembro de 2024, eram 3,5 vezes mais elevados. Não se espera que estes custos regressem aos níveis anteriores à pandemia até ao final do horizonte de projeção.

percentuais para 2026, face às projeções de setembro, em parte devido a uma revisão em alta do crescimento da população ativa). O padrão do emprego (**gráfico 3**) reflete o pressuposto desvanecimento gradual dos fatores cíclicos que apoiaram o emprego mais do que o habitual no passado recente, tais como a retenção de trabalhadores devido à escassez significativa de mão de obra, bem como o elevado crescimento dos lucros, os salários reais fracos e o crescimento robusto da população ativa. Projeta-se que o crescimento do emprego seja fraco em relação ao crescimento do PIB, mas, ainda assim, espera-se que, em meados de 2027, regresse ao nível coerente com a sua relação histórica com o PIB⁵.

Gráfico 3 Emprego

(variação trimestral em percentagem)



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

O crescimento da produtividade do trabalho deverá ganhar força, mas a um ritmo mais lento do que o avançado nas projeções de setembro. Com o ajustamento cíclico da economia ao longo do horizonte de projeção e um abrandamento do crescimento do emprego, espera-se que a produtividade aumente. O crescimento da produtividade (por pessoa empregada) surpreendeu ligeiramente em alta no terceiro trimestre de 2024, mas foi revisto em baixa para o resto do horizonte de projeção, refletindo uma recuperação cíclica mais lenta, em comparação com as projeções de setembro (**gráfico 4**). Projeta-se agora que o crescimento da produtividade (por pessoa empregada) aumente de -0,1% em 2024 para 0,8% em 2025 e 0,9% em 2026, mas diminua para 0,8% em 2027. Tal implica que, face às projeções de setembro, ultrapassará de forma mais limitada a taxa de crescimento média histórica, de 0,6% por ano, registada no período de 2000 a 2019, devendo ser considerado face à taxa de crescimento média anual da produtividade, de 0,3%, entre 2020 e 2023. Projeta-se que os fatores cíclicos prevaletentes no passado recente que resultaram numa maior acumulação de mão de obra, em salários reais fracos e num crescimento robusto da população ativa se dissipem lentamente, conduzindo a uma retoma cíclica do crescimento da produtividade. O crescimento da produtividade foi revisto em baixa para ter em conta fatores

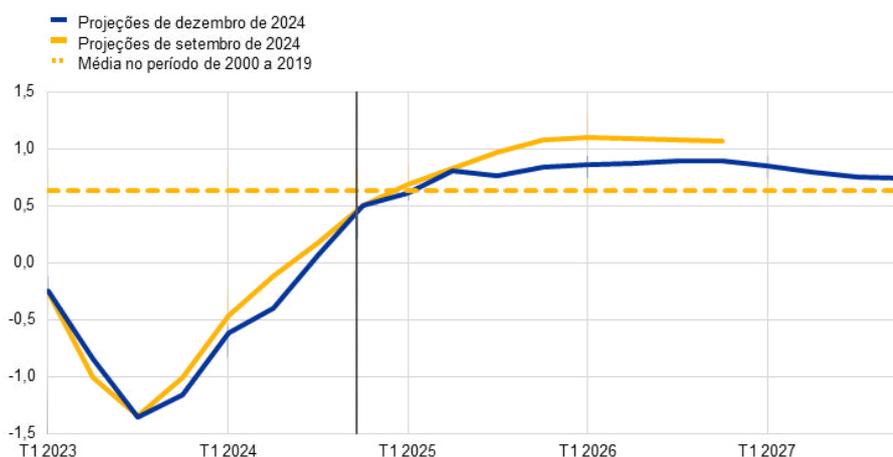
⁵ Ver a publicação do *Blogue do BCE* intitulada “[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)”, de 6 de maio de 2024.

estruturais que podem limitar a rapidez da recuperação em 2025 e 2026, tais como a reafetação gradual da atividade económica ao setor dos serviços, os custos de transição para a ecologização da economia, um impacto adverso mais duradouro do choque sobre os preços dos produtos energéticos, uma adoção mais lenta do que o esperado de tecnologias de inteligência artificial (IA) altamente inovadoras e alterações demográficas.

Gráfico 4

Crescimento da produtividade do trabalho por pessoa empregada

(variação anual em percentagem)

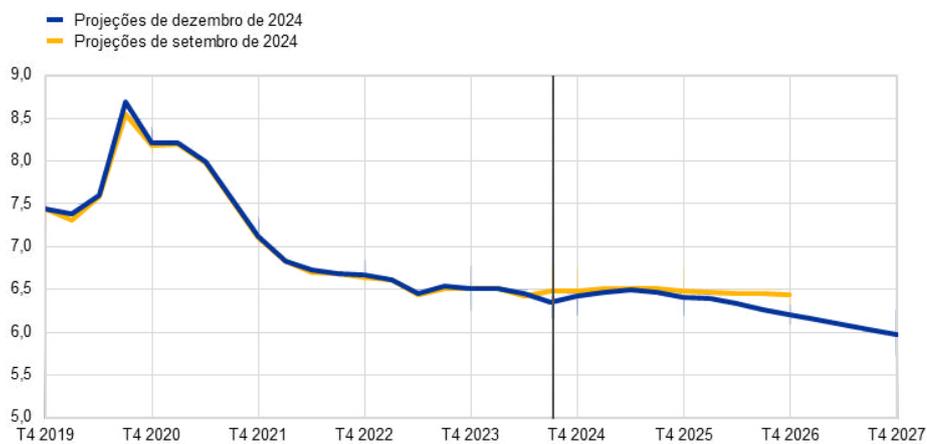


Nota: A linha vertical indica o início do atual horizonte de projeção.

A taxa de desemprego deverá continuar a descer, atingindo novos mínimos históricos (gráfico 5). Não obstante um pequeno aumento em inícios de 2025, considera-se que a taxa de desemprego retomará a sua descida constante a partir do terceiro trimestre de 2025 e atingirá 6,1% em 2027. A trajetória da taxa de desemprego foi objeto de uma ligeira revisão em baixa de, em média, 0,1 pontos percentuais para 2024 e 2025 – em parte, devido aos recentes dados mais baixos para o desemprego –, mas também para 2026, em virtude do esperado crescimento mais resiliente do emprego.

Gráfico 5 Taxa de desemprego

(em percentagem da população ativa)



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

4 Perspetivas orçamentais

Segundo as estimativas, a orientação orçamental da área do euro tornou-se significativamente mais restritiva em 2024 – mais do que o avançado nas projeções de setembro de 2024 –, tendo as revisões sido impulsionadas por fatores não discricionários (quadro 4). A posição orçamental em 2023 indica agora uma ligeira redução da restritividade, em contraste com a orientação neutra estimada nas projeções de setembro, sobretudo em resultado das revisões de 2024 dos valores de referência das contas nacionais. Refletindo parcialmente esta posição um pouco menos restritiva em 2023, estima-se que a restritividade da orientação orçamental tenha aumentado de forma significativa em 2024, devido à cessação de grande parte das medidas de apoio face à subida dos preços dos produtos energéticos e à inflação, bem como a fatores não discricionários consideráveis. Estes últimos espelham sobretudo a forte evolução das receitas em alguns países, em virtude de efeitos de composição, entre outros fatores. O aumento da restritividade da orientação orçamental em 2024 é mais forte do que o estimado nas projeções de setembro, devido aos supramencionados fatores não discricionários do lado da receita, que mais do que compensaram a ligeira redução da restritividade decorrente de revisões das medidas de política orçamental discricionárias. Em geral, porém, a orientação orçamental em termos cumulativos no período de 2020 a 2024 permanece muito acomodatória, refletindo o elevado apoio orçamental concedido desde o início da pandemia.

De acordo com as projeções, a restritividade da orientação orçamental continuará a aumentar, mas apenas ligeiramente em 2025 e 2026 e com mais força em 2027, quando está previsto que cessem as despesas financiadas por subvenções ao abrigo do NGEU. Contudo, os pressupostos relativos às políticas orçamentais estão rodeados de incerteza⁶. No tocante a 2025, as medidas de política orçamental discricionárias incorporadas nas projeções de referência, que refletem os projetos de planos orçamentais apresentados pelos governos, apontam para um grau de restritividade um pouco maior do que o indicado nas projeções de setembro. Tal deve-se principalmente a aumentos dos impostos diretos e das contribuições para a segurança social resultantes de novas medidas em vários países. Este aumento da restritividade é, em parte, compensado pela prossecução do crescimento do investimento público e por transferências orçamentais mais elevadas, bem como por fatores não discricionários que reduzem

⁶ Os planos orçamentais em alguns dos países de maior dimensão da área do euro não estão finalizados ou estão desatualizados, tendo em conta os atuais riscos políticos. Por exemplo, em relação a França, as projeções e os pressupostos sobre a política orçamental subjacentes à projeção de referência assentam numa avaliação do orçamento de 2025 e dos planos orçamentais a médio prazo do governo liderado pelo primeiro-ministro Michel Barnier. Em 4 de dezembro, foi aprovada, no Parlamento francês, uma moção de censura contra o governo e esses planos orçamentais. Em muitos países, os riscos para a projeção de referência resultam também de possíveis medidas suplementares (a especificar), no sentido de serem cumpridos os requisitos do quadro orçamental da UE revisto.

a reestrutividade⁷. Em relação a 2026, projeta-se que a orientação orçamental passe a ser apenas ligeiramente mais restritiva, implicando uma redução da reestrutividade face às projeções anteriores⁸. Em 2027, o aumento relativamente forte da reestrutividade da orientação orçamental e das medidas de política orçamental discricionárias espelha sobretudo o pressuposto menor investimento público e transferências orçamentais relacionadas com a cessação do financiamento através de subvenções ao abrigo do NGEU. Pressupõe-se também que o crescimento do consumo público abrandará de forma mais significativa (em termos reais a partir de 2025, após um forte aumento em 2024). Em geral, as revisões das medidas de política orçamental discricionárias, em comparação com as projeções de setembro, indicam uma ligeira redução da reestrutividade orçamental ao longo do horizonte de projeção (de quase 0,1 pontos percentuais do PIB cumulativamente no período de 2024 a 2026), sobretudo devido a transferências orçamentais, que mais do que compensam os aumentos dos impostos e das contribuições para a segurança social.

Quadro 4

Perspetivas orçamentais para a área do euro

(em percentagem do PIB; revisões em pontos percentuais)

	Dezembro de 2024					Revisões em relação a setembro de 2024			
	2023	2024	2025	2026	2027	2023	2024	2025	2026
Orientação orçamental¹⁾	-0,2	0,9	0,1	0,1	0,6	-0,2	0,4	0,0	-0,2
Saldo orçamental das administrações públicas	-3,6	-3,2	-3,1	-3,0	-2,9	0,0	0,1	0,1	0,0
Saldo orçamental estrutural²⁾	-3,8	-3,1	-3,0	-3,0	-2,9	-0,1	0,1	0,2	0,0
Dívida bruta das administrações públicas	87,4	87,8	88,3	88,7	88,6	-0,8	-0,7	-1,0	-1,1

1) A orientação das políticas orçamentais é medida como a variação do saldo primário corrigido do ciclo, líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Os valores apresentados são igualmente corrigidos de subvenções ao abrigo do NGEU, que não têm impacto na economia do lado da receita. Um valor negativo (positivo) implica uma redução (um aumento) da reestrutividade 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.

O saldo orçamental da área do euro deverá melhorar de forma muito gradual ao longo do horizonte de projeção e o rácio da dívida deverá aumentar um pouco e depois estabilizar globalmente (quadro 4). Após uma diminuição mais substancial estimada para 2024, projeta-se que, em 2027, o défice da área do euro apresente apenas uma pequena variação e desça para um nível ligeiramente inferior ao valor de referência de 3% do PIB. Esta trajetória segue, em grande medida, a projetada melhoria do défice primário corrigido do ciclo, que se considera que superará o aumento dos pagamentos de juros. Espera-se que a componente cíclica seja reduzida, deteriorando-se um pouco em 2024 e permanecendo depois ligeiramente negativa até 2027. Face às projeções de setembro, o saldo orçamental

⁷ Uma fonte adicional de maior reestrutividade em 2025 é a continuação da cessação das medidas remanescentes de apoio face à subida dos preços dos produtos energéticos, que se mantêm globalmente inalteradas desde setembro. Os fatores não discricionários que reduzem a reestrutividade, decorrentes sobretudo de quebras nas receitas e de outros impostos residuais, resultam numa orientação orçamental inalterada para 2025 em comparação com as projeções de setembro.

⁸ Esta redução deve-se principalmente às contribuições para a segurança social e, em menor medida, ao investimento público.

foi objeto de uma ligeira revisão em alta para 2024 e 2025, mas mantém-se inalterado para 2026. Tal reflete sobretudo as revisões dos fatores não discricionários do lado da receita e as medidas de consolidação supramencionadas. Considera-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro aumentará um pouco entre 2024 e 2026, visto que os défices primários contínuos (embora decrescentes) e os ajustamentos défice-dívida positivos mais do que compensam os diferenciais favoráveis entre taxa de juro e taxa de crescimento. A projeção indica que este rácio estabilizará perto do final do horizonte. Comparativamente com as projeções de setembro, o rácio da dívida foi revisto em baixa para o conjunto do horizonte, devido sobretudo aos efeitos de base favoráveis (denominadores) em 2023, após as revisões de 2024 dos valores de referência das contas nacionais.

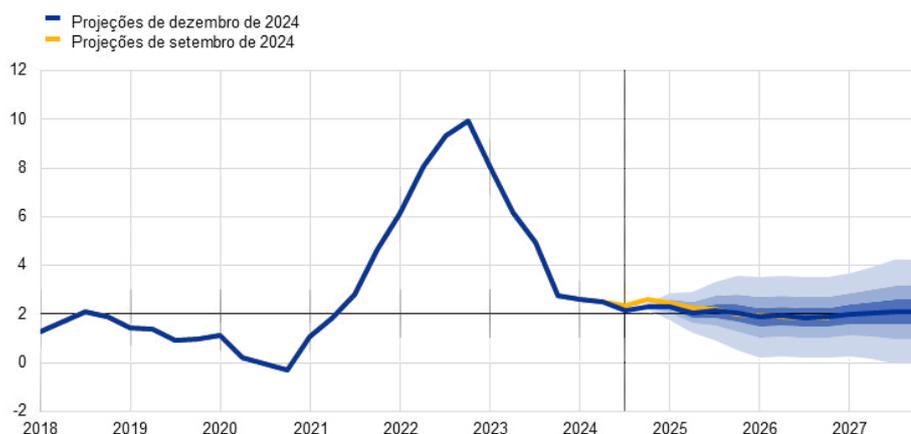
5 Preços e custos

Projeta-se que a inflação global tenha subido um pouco novamente no último trimestre de 2024 e considera-se que descerá, oscilando em torno do objetivo de 2% do BCE a partir do segundo trimestre de 2025 (gráficos 6 e 7). A inflação global deverá subir até ao final do ano, sobretudo em virtude de efeitos de base nos preços dos produtos energéticos, retomando depois uma trajetória descendente. A inflação medida pelo IHPCX deverá começar a diminuir em inícios de 2025 e atingir 1,9% em 2027, impulsionada pela componente de serviços. De um modo geral, tal implica uma nova descida gradual da inflação global durante o horizonte de projeção, interrompida por um pequeno aumento temporário em 2027, em resultado de medidas orçamentais relacionadas com a transição ecológica.

Gráfico 6

Inflação medida pelo IHPC na área do euro

(variação anual em percentagem)

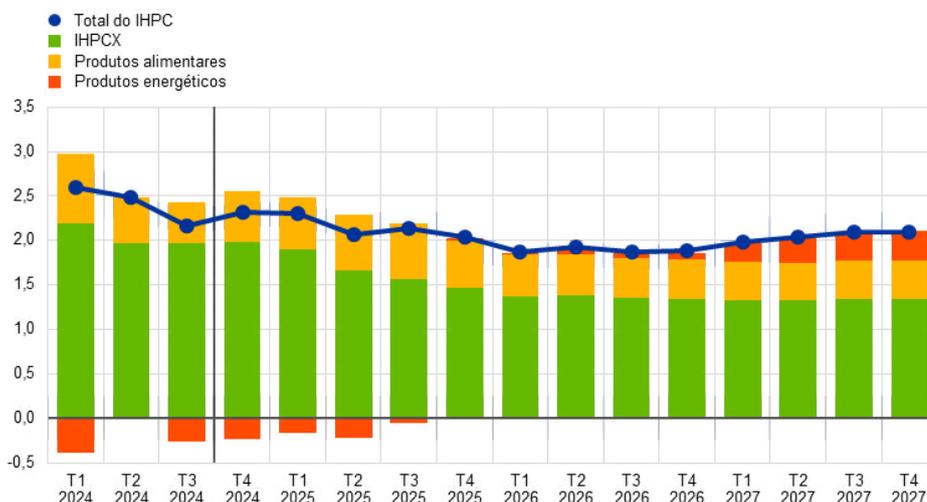


Notas: A linha vertical indica o início do atual horizonte de projeção. Os intervalos em torno das projeções centrais proporcionam uma medida do grau de incerteza e são simétricos por construção. Baseiam-se em erros de projeção anteriores, após a correção de valores anómalos. As bandas, da mais escura à mais clara, ilustram as probabilidades de 30%, 60% e 90% de o resultado da inflação medida pelo IHPC se situar dentro dos intervalos correspondentes. Para mais informações, ver a caixa intitulada "Ilustração da incerteza em torno das projeções" nas projeções macroeconómicas de março de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE.

Gráfico 7

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

(variação anual em percentagem; contributos em pontos percentuais)



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

A inflação dos preços dos produtos energéticos deverá permanecer negativa durante boa parte de 2025, passando depois a ser positiva mais tarde no horizonte de projeção. A inflação dos preços dos produtos energéticos deverá manter-se negativa até ao terceiro trimestre de 2025 – devido, em grande medida, ao perfil descendente dos pressupostos sobre os preços do petróleo – e regressar depois a terreno positivo, sobretudo em virtude de efeitos de base nos combustíveis (gráfico 7). Prevê-se volatilidade na inflação dos preços dos produtos energéticos no primeiro semestre de 2025, devido, em parte, à cessação de algumas medidas orçamentais relacionadas com os produtos energéticos⁹. Em geral, a expectativa é de que a inflação dos preços dos produtos energéticos permaneça fraca, com taxas positivas, mas abaixo das médias históricas, em 2026 e 2027 (gráfico 8, painel a)). O projetado aumento em 2027 reflete principalmente um impacto ascendente, em larga medida temporário, resultante da aplicação do pacote “Objetivo 55” da UE – em concreto, um novo sistema de comércio de licenças de emissão (referido como “Comércio Europeu de Licenças de Emissão 2” ou “CELE 2”) no que toca a aquecimento de edifícios e combustíveis para os transportes (ver a caixa 2 para mais pormenores).

A inflação dos preços dos produtos alimentares deverá subir em 2025 e depois descer um pouco e apresentar um movimento globalmente lateral (gráfico 8, painel b)). A inflação dos preços dos produtos alimentares aumentou nos últimos meses, situando-se em 2,9% em outubro, devido, em grande medida, a efeitos meteorológicos desfavoráveis. Espera-se que suba para taxas em torno de 3,2% em meados de 2025, impulsionada – pelo menos, inicialmente – pela inflação dos preços dos produtos alimentares não transformados e pelos pressupostos

⁹ Estima-se que a cessação gradual das medidas orçamentais de compensação pelos preços dos produtos energéticos e pela inflação desde dezembro de 2023 tenha um impacto em sentido ascendente na inflação global de 0,4 pontos percentuais em 2024 e 0,1 pontos percentuais em 2025.

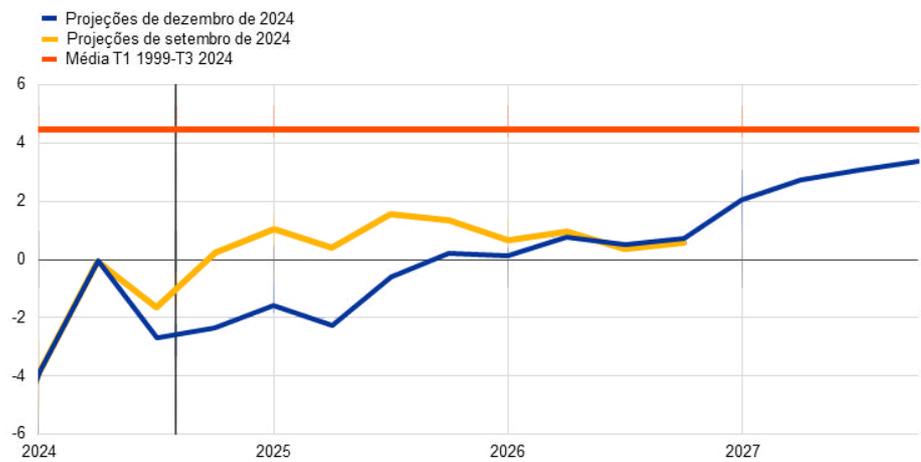
aumentos substanciais dos preços das matérias-primas. Projeta-se que desça então para uma média de 2,2% em 2027, em virtude da diminuição, a médio prazo, das pressões sobre os preços dos produtos energéticos e os custos do trabalho, e dê um contributo modesto para a inflação global (**gráfico 7**).

Gráfico 8

Perspetivas para a inflação das componentes de produtos energéticos e de produtos alimentares do IHPC

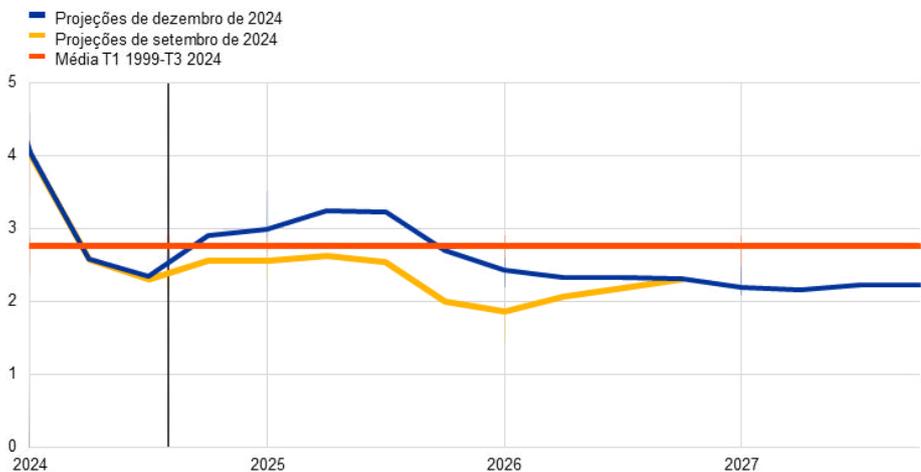
a) Componente de produtos energéticos do IHPC

(variação anual em percentagem)



b) Componente de produtos alimentares do IHPC

(variação anual em percentagem)



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

Quadro 5

Evolução dos preços e dos custos na área do euro

(variação anual em percentagem, revisões em pontos percentuais)

	Dezembro de 2024					Revisões em relação a setembro de 2024		
	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026
IHPC	5,4	2,4	2,1	1,9	2,1	-0,1	-0,1	0,0
IHPC excluindo produtos energéticos	6,3	2,9	2,5	2,0	2,0	0,0	0,1	0,0
IHPCX	4,9	2,9	2,3	1,9	1,9	0,0	0,0	-0,1
IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares e alterações dos impostos indiretos	5,0	2,8	2,3	1,9	1,9	0,0	0,0	-0,1
Componente de produtos energéticos do IHPC	-2,0	-2,3	-1,1	0,5	2,8	-0,9	-2,2	-0,1
Componente de produtos alimentares do IHPC	10,9	3,0	3,0	2,4	2,2	0,1	0,6	0,3
Deflator do PIB	5,9	2,9	2,4	2,1	2,1	-0,2	0,0	0,1
Deflator das importações	-2,5	-0,6	1,6	1,8	1,7	-0,2	-0,1	0,0
Remuneração por trabalhador	5,4	4,6	3,3	2,9	2,8	0,1	-0,3	-0,3
Produtividade por trabalhador	-0,9	-0,1	0,8	0,9	0,8	-0,1	-0,1	-0,2
Custos unitários do trabalho	6,4	4,7	2,6	2,0	2,0	0,2	0,0	-0,1
Lucros unitários ¹⁾	6,5	-0,9	2,0	2,0	2,4	-1,1	0,4	0,4

Notas: As revisões são calculadas utilizando valores arredondados. Os valores para 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) Os lucros unitários são definidos como o excedente de exploração bruto e o rendimento misto (corrigidos do rendimento dos trabalhadores por conta própria) por unidade do PIB real.

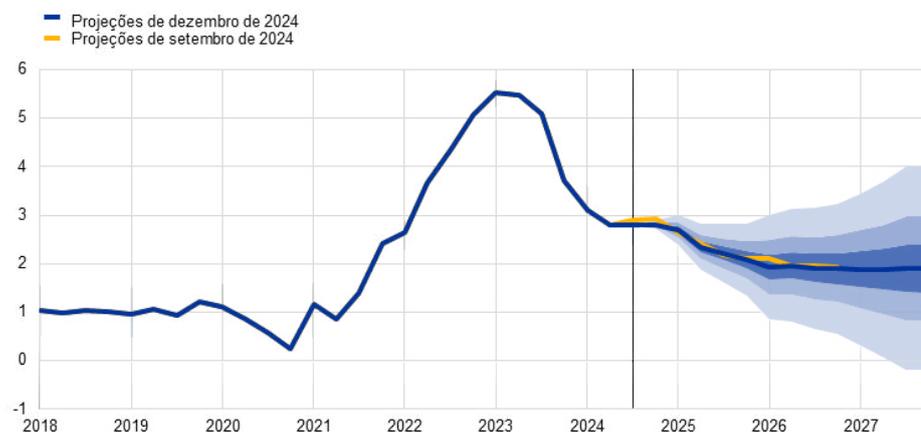
A inflação medida pelo IHPCX deverá descer de 2,9% em 2024 para 1,9% em 2027, devido sobretudo a uma atenuação moderada da inflação dos serviços (gráfico 9). O perfil da inflação medida pelo IHPCX apresentou-se relativamente horizontal desde o início de 2024, embora tal oculte alguma moderação do crescimento dos preços dos produtos industriais não energéticos para taxas inferiores às médias de mais longo prazo, ao passo que a inflação dos serviços tem sido relativamente persistente e apresentado um movimento, em geral, lateral, a taxas em torno de 4% desde novembro de 2023. A projetada moderação da inflação medida pelo IHPCX a partir de 2025 deve-se a uma descida gradual da inflação dos serviços, impulsionada pela continuação do desvanecimento de choques anteriores e por uma moderação das pressões dos custos do trabalho. Mais genericamente, o processo desinflationista relacionado com a inflação medida pelo IHPCX reflete um impacto residual em sentido descendente resultante da moderação dos efeitos indiretos de choques anteriores sobre os preços dos produtos energéticos e da continuação da transmissão do impacto em sentido descendente das medidas de política monetária adotadas pelo BCE entre dezembro de 2021 e setembro de 2023.

Este impacto em sentido descendente deverá ser persistente e abrandar apenas na parte final do horizonte de projeção.

Gráfico 9

Inflação medida pelo IHPCX na área do euro

(variação anual em percentagem)



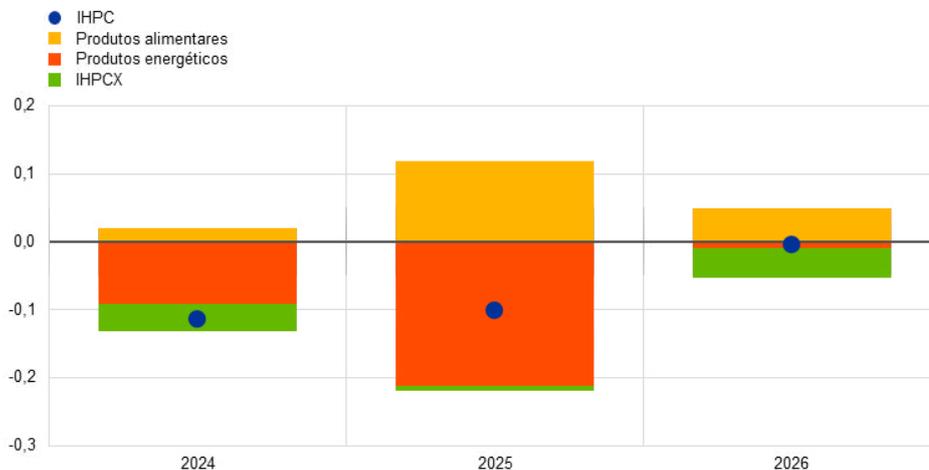
Notas: A linha vertical indica o início do atual horizonte de projeção. Os intervalos em torno das projeções centrais proporcionam uma medida do grau de incerteza e são simétricos por construção. Baseiam-se em erros de projeção anteriores, após a correção de valores anómalos. As bandas, da mais escura à mais clara, ilustram as probabilidades de 30%, 60% e 90% de o resultado da inflação medida pelo IHPCX se situar dentro dos intervalos correspondentes. Para mais informações, ver a caixa intitulada "Ilustração da incerteza em torno das projeções" nas projeções macroeconómicas de março de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE.

Em comparação com as projeções de setembro de 2024, as perspetivas para a inflação global medida pelo IHPC foram objeto de uma revisão em baixa de 0,1 pontos percentuais para 2024 e 2025, mas permanecem inalteradas para 2026 (gráfico 10). No tocante a 2024, uma pequena revisão em alta da inflação dos preços dos produtos alimentares é mais do que compensada por uma revisão em baixa da inflação dos preços dos produtos energéticos. Uma ligeira revisão em sentido descendente da inflação medida pelo IHPCX no conjunto do horizonte de projeção é apenas visível nos valores médios anuais arredondados para 2026, estando inicialmente relacionada com surpresas de dados nos últimos meses, devido a resultados mais baixos do que o esperado para a inflação dos serviços. Mais tarde no horizonte de projeção, está mais relacionada com as revisões em sentido descendente das perspetivas para o crescimento económico e os salários. A revisão em alta da inflação dos preços dos produtos alimentares durante todo o horizonte deve-se principalmente aos recentes resultados mais elevados do que o esperado e aos pressupostos preços mais elevados das matérias-primas alimentares. A inflação dos preços dos produtos energéticos foi revista em baixa para 2024 e 2025, em virtude dos resultados mais baixos do que o esperado e da revisão em sentido descendente dos pressupostos relativos aos preços do petróleo e da eletricidade, não obstante os pressupostos um pouco mais elevados para os preços do gás (caixa 1).

Gráfico 10

Revisões da projeção para a inflação face às projeções de setembro de 2024

(em pontos percentuais)



Nota: As revisões são apresentadas com base em dados não arredondados.

Caixa 2

Avaliação do impacto das políticas de transição climática no crescimento e na inflação

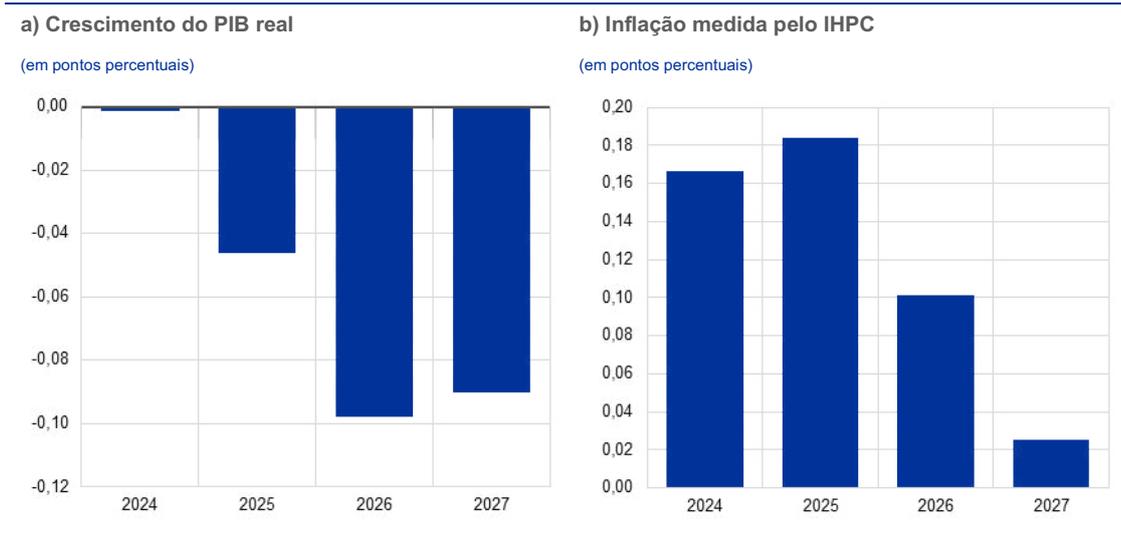
Nos próximos anos, entrarão em vigor novas medidas para o cumprimento das metas da UE de redução das emissões de gases com efeito de estufa. A presente caixa avalia o impacto de alterações das medidas orçamentais discricionárias ecológicas nacionais no crescimento e na inflação ao longo do horizonte de projeção. Uma medida orçamental é classificada como “medida ecológica”, se tiver um impacto positivo em termos de prevenção ou adaptação às alterações climáticas. Esta caixa analisa igualmente o possível impacto do CELE 2 na inflação em 2027.

O impacto anual das medidas orçamentais discricionárias ecológicas nacionais incluídas nas projeções de referência é de até -0,1 pontos percentuais para o crescimento e até 0,2 pontos percentuais para a inflação na área do euro (barras a azul no gráfico). Mais especificamente, o impacto redutor sobre o crescimento do PIB deverá aumentar ligeiramente no decurso do horizonte de projeção, passando de um valor próximo de zero em 2024 para cerca de -0,1 pontos percentuais em 2026 e 2027. O impacto na inflação medida pelo IHPC deverá ser de cerca de 0,2 pontos percentuais em 2024 e 2025, diminuindo para 0,1 pontos percentuais em 2026 e, em seguida, para próximo de zero em 2027. Este impacto advém predominantemente de medidas que afetam a componente de produtos energéticos, em particular a fixação do preço do

carbono e os impostos sobre produtos energéticos¹⁰. Em geral, o impacto das medidas nacionais é um pouco superior ao estimado em dezembro de 2023, mas ainda relativamente contido, o que se deve sobretudo a uma introdução muito gradual de medidas que afetam os preços de forma direta, como a fixação do preço do carbono a nível nacional¹¹.

Gráfico

Impacto de medidas orçamentais discricionárias ecológicas nacionais no crescimento e na inflação nas projeções de referência de dezembro de 2024



Nos próximos três anos, além das medidas nacionais, a fixação do preço do carbono na UE será alargada no sentido de abranger novos setores, o que provavelmente afetará o crescimento, a inflação e as finanças públicas (quadro). No âmbito do pacote “Objetivo 55”, o atual CELE 1 será alargado aos setores da aviação, do transporte marítimo e das indústrias com utilização intensiva de energia, e as licenças de emissão gratuitas serão eliminadas de forma gradual¹². As importações para a UE provenientes de indústrias com utilização intensiva de energia estarão sujeitas ao Mecanismo de Ajustamento Carbónico Fronteiriço (*Carbon Border Adjustment Mechanism – CBAM*). Além disso, o CELE 2 será introduzido em 2027 para cobrir emissões

¹⁰ Tal está em consonância com evidência de que a fixação do preço do carbono faz subir a inflação e que o impacto tende a repercutir-se na componente de produtos energéticos. Ver Konradt, M. e Weder di Mauro, B., “Carbon Taxation and Greenflation: Evidence from Europe and Canada”, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 21, Número 6, dezembro de 2023, pp. 2518–2546; McKibbin, W., Konradt, M. e Weder di Mauro, B., “Climate policies and monetary policies in the euro area”, apresentado no Fórum do BCE de 2021 em Sintra; Känzig, D. R., “The Unequal Economic Consequences of Carbon Pricing”, *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, n.º 31221, 2023; e Moessner, R., “Effects of Carbon Pricing on Inflation”, *CESifo Working Paper*, n.º 9563, 2022. No médio a longo prazo, porém, considera-se, de um modo geral, que esses efeitos se desvanecem. Os incentivos decorrentes da fixação do preço do carbono aumentam a eficiência energética e promovem a inovação em fontes de energia hipocarbónicas, enquanto a ponderação dos combustíveis fósseis no cabaz de consumo diminui. Ver Andersson, J. J., “Carbon Taxes and CO2 Emissions: Sweden as a Case Study”, *American Economic Journal: Economic Policy*, Vol. 11(4), pp. 1–30, 2019. Em consonância com as convenções utilizadas nas projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema, as ponderações do consumo no cabaz do IHPC são mantidas fixas ao longo do horizonte de projeção.

¹¹ Para uma anterior avaliação do impacto, no crescimento e na inflação, de alterações nas medidas orçamentais discricionárias ecológicas, ver a caixa intitulada “Assessing the macroeconomic effects of climate change transition policies”, *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2024.

¹² Pressupõe-se que os preços no CELE 1 aumentem apenas ligeiramente no decurso do horizonte de projeção (caixa 1).

provenientes do aquecimento de edifícios e dos combustíveis para os transportes: tal terá provavelmente o impacto direto mais relevante na inflação. As medidas podem também afetar indiretamente a inflação através dos preços das importações e dos preços no produtor. Considerando que as famílias não são compensadas, esse impacto em sentido ascendente sobre os preços pode igualmente afetar a despesa das famílias e travar o crescimento. Contudo, parte das receitas do CELE 1 e do CELE 2 destina-se a ser investida na eficiência energética e em tecnologias hipocarbónicas, pelo que os efeitos líquidos sobre o crescimento ainda não são claros.

Quadro

Principais medidas da UE relacionadas com os preços do carbono

Medida	Elementos essenciais
CELE 1	<p>Operacional para a eletricidade e, em parte, para o transporte marítimo e a aviação.</p> <p>A partir de 2024: início da eliminação progressiva das licenças de emissão gratuitas para a aviação, aumento da cobertura de emissões provenientes do transporte marítimo</p> <p>A partir de 2026: início da eliminação progressiva das licenças de emissão gratuitas para as indústrias com utilização intensiva de energia</p>
CELE 2	<p>A partir de 2027: aplicação a emissões provenientes do aquecimento de edifícios e dos combustíveis para os transportes, bem como de pequenas instalações industriais</p>
CBAM	<p>A partir de 2026: as importações provenientes de indústrias com utilização intensiva de energia serão tributadas de acordo com o preço do carbono no CELE 1 (a menos que exista uma tributação equivalente no país de exportação)</p>

Fonte: Comissão Europeia.

É provável que o preço do carbono no CELE 2 seja transmitido aos consumidores, mas não é claro até que ponto o preço do carbono será elevado. À semelhança do que acontece no CELE 1, as licenças de emissão no CELE 2 serão negociadas e o seu preço será determinado pelo mercado. O preço de uma licença de emissão no CELE 2 ainda não é conhecido, visto que este ainda não está operacional. Contudo, a Diretiva CELE¹³ estabelece que, se o preço médio em dois meses consecutivos exceder um limiar de 45 euros/tCO₂ (por tonelada de emissões de CO₂ a preços de 2020) durante os primeiros anos, ou se o preço aumentar com demasiada rapidez, serão libertadas licenças de emissão adicionais de uma reserva de mercado para manter os preços abaixo do limiar. Os fornecedores a montante terão de pagar pelas emissões dos seus produtos, sendo provável que transmitam os custos ao consumidor. Espera-se, portanto, um impacto direto na inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC. A dimensão desse impacto dependerá, entre outros aspetos, da evolução dos preços no CELE 2. Na ausência de informações baseadas no mercado sobre um provável nível de preços em 2027, as projeções de referência pressupõem um nível de preços correspondente ao limiar (ou seja, 59 euros/tCO₂ a preços esperados para 2027)¹⁴.

O impacto na inflação medida pelo IHPC é incerto e poderá variar entre 0,0 e 0,4 pontos percentuais em 2027, sendo muito menor em 2028. Além da incerteza quanto ao preço no CELE 2, a rapidez e a abrangência da transmissão aos preços no consumidor ainda não são claras. Embora as variações das pressões sobre os custos dos produtos energéticos sejam, em geral, transmitidas rapidamente aos consumidores, é de esperar uma transmissão um pouco

¹³ Diretiva (UE) 2023/959 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 10 de maio de 2023, que altera a Diretiva 2003/87/CE, relativa à criação de um sistema de comércio de licenças de emissão de gases com efeito de estufa na União, e a Decisão (UE) 2015/1814, relativa à criação e ao funcionamento de uma reserva de estabilização do mercado para o sistema de comércio de licenças de emissão de gases com efeito de estufa da União (JO L 130 de 16.5.2023, p. 134).

¹⁴ De acordo com a Diretiva CELE, o limiar será indexado à inflação na UE, sendo definido como 45 euros/tCO₂ a preços de 2020. Com base na inflação projetada para o período de 2024 a 2027, este valor corresponderia a 59 euros/tCO₂ em 2027.

desfasada, uma vez que: i) as empresas só têm de restituir licenças CELE 2 para 2027 em 2028; ii) em alguns países existem desfasamentos na reavaliação dos preços dos contratos de consumo de gás; e iii) os preços administrados e as medidas orçamentais podem – inicialmente – atenuar o efeito¹⁵. Um outro elemento de incerteza está relacionado com as transições planeadas dos sistemas nacionais existentes para o CELE 2¹⁶. As estimativas dos especialistas do Eurosistema – dependentes de uma série de pressupostos plausíveis relacionados com o nível de preços do CELE 2, a rapidez e a amplitude da transmissão, bem como as modalidades da transição para o CELE 2 nos países que dispõem de sistemas nacionais – indicam que o impacto na inflação medida pelo IHPC em 2027 poderá situar-se entre 0,0 e 0,4 pontos percentuais, sendo muito menor em 2028¹⁷. O impacto poderá ser atenuado caso as famílias substituam, de forma firme e preventiva, os combustíveis fósseis e/ou caso os governos adotem medidas de mitigação. Além do CELE 2, espera-se que outras medidas do pacote “Objetivo 55” (por exemplo, a introdução do CBAM) tenham apenas um pequeno impacto.

Numa análise além do horizonte de projeção, o preço no CELE 2 poderá continuar a subir, mas essa subida poderá ser atenuada por uma diminuição da percentagem de combustíveis fósseis no cabaz de consumo. Vários estudos na literatura sobre a matéria esperam preços muito mais elevados em 2030 (após a supressão do mecanismo de preços que estabelece um limiar)¹⁸. Os preços no limite superior das estimativas baseiam-se no pressuposto de que outras políticas complementares de redução das emissões (por exemplo, disposições para aumentar a eficiência energética ou proibições de veículos com motores de combustão) serão apenas parcialmente eficazes. Essas subidas de preços implicariam um impulso inflacionista significativo decorrente destas políticas após 2029, ao passo que as atuais projeções de referência partem do pressuposto de que a introdução do CELE 2 só terá efeitos temporários em 2027 (e, em pequeno grau, também em 2028). Além disso, é provável que os preços sejam mais voláteis. Por último, a mais longo prazo, o impacto de futuras alterações dos preços no CELE 2 na inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC poderá ser atenuado por uma percentagem decrescente de combustíveis fósseis no cabaz de produtos energéticos e por uma menor despesa das famílias em combustíveis fósseis.

¹⁵ No caso do gás, existe evidência de que a transmissão aos preços no consumidor depende de fatores como a estrutura do mercado e a percentagem de impostos e taxas no preço total, assim como da rapidez da renovação dos contratos. Para uma discussão alargada, ver Hernnäs, H., Johannesson-Lindén, Å., Kasdorp, R. e Spooner, M., “[Pass-through in EU electricity and gas markets](#)”, *Quarterly Report on the Euro Area (QREA)*, Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros (DG ECFIN), Comissão Europeia, Vol. 22, pp. 23-34, julho de 2023. No caso dos combustíveis, a transmissão tende a ser mais rápida – ver Alvarez, L., Hurtado, S., Sánchez, I. e Thomas, C., “[The impact of oil price changes on Spanish and euro area price inflation](#)”, *Economic Modelling*, Vol. 28, Número 1, pp. 422-431, 2011.

¹⁶ Note-se que a Diretiva CELE 2 ainda está a ser transposta para o direito nacional em muitos países. Os pormenores sobre a introdução progressiva da diretiva e a transição dos sistemas nacionais existentes ainda estão por decidir, o que aumenta a incerteza em torno do impacto na inflação.

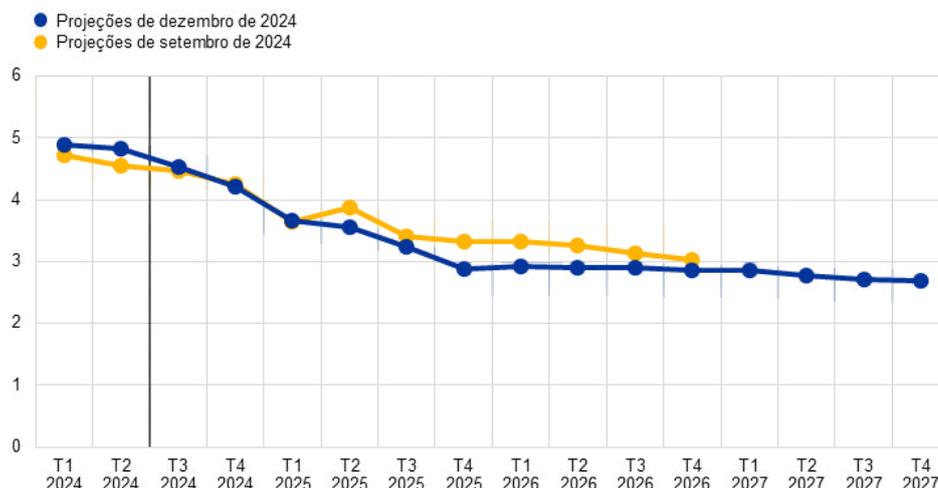
¹⁷ No limite inferior do intervalo, um preço mais baixo no CELE 2 poderia implicar que efeitos positivos em alguns países fossem compensados por efeitos negativos noutros países em que, no tocante aos setores afetados, o preço do carbono nos respetivos sistemas nacionais diminuiria para o preço do CELE 2. Tal poderia resultar num impacto neutro na inflação a nível agregado da área do euro.

¹⁸ Ver Abrell, J., Bilici, S., Blesl, M., Fahl, U., Kattelman, F., Kittel, L., Kosch, M., Luderer, G., Marmullaku, D., Pahle, M., Pietzcker, R.C., Rodrigues, R. e Siegle, J., “[Optimal allocation of the EU carbon budget: A multi-model assessment](#)”, *Energy Strategy Reviews*, Vol. 51, n.º 101271, 2024; e Günther, C., Pahle, M., Govorukha, K., Osorio, S. e Fotiou, T., “[Carbon prices on the rise? Shedding light on the emerging EU ETS2](#)”, 26 de abril de 2024.

Projeta-se que o crescimento dos salários nominais permaneça inicialmente elevado, mas desça depois de forma gradual, refletindo, em parte, a recuperação dos salários reais para os níveis prevaletentes antes da subida acentuada da inflação. Quanto ao crescimento da remuneração por trabalhador, estima-se que tenha descido para 4,5% no terceiro trimestre de 2024 (em consonância com o indicado nas projeções de setembro)¹⁹. De acordo com as projeções, o crescimento dos salários deverá prosseguir a sua descida sustentada, registando uma moderação face a uma média de 4,6% em 2024 e situando-se em 2,8% em 2027 (**gráfico 11**). Esta descida reflete sobretudo a esperada diminuição do crescimento dos salários negociados, devido, em parte, a aumentos menores dos salários mínimos, ao passo que o contributo do desvio salarial deverá ser negligenciável em 2024, mas relativamente estável e moderado nos anos seguintes. Após as recentes revisões de dados das contas nacionais, estima-se que, no terceiro trimestre de 2024, os salários reais tenham regressado aos níveis registados em inícios de 2022. Embora tal implique pressões de compensação pela inflação mais baixas, as condições nos mercados de trabalho ainda são restritivas, o que ajuda a explicar por que razão o crescimento dos salários permanece elevado em comparação com a média histórica de 2,3%. Face às projeções de setembro de 2024, o crescimento da remuneração por trabalhador foi revisto em alta em 0,1 pontos percentuais para 2024, devido a surpresas de dados, mas foi revisto em baixa em 0,3 pontos percentuais para os anos subsequentes, em consonância com a projetada taxa de desemprego mais baixa.

Gráfico 11
Remuneração por trabalhador

(variação anual em pontos percentuais)



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

Projeta-se que o crescimento dos custos unitários do trabalho diminua em 2025 e 2026, apoiado pelo aumento da produtividade e pela queda do crescimento dos salários. Segundo as estimativas, o crescimento dos custos

¹⁹ De acordo com dados do Eurostat publicados em 6 de dezembro, após a finalização das projeções de dezembro de 2024, o crescimento da remuneração por trabalhador no terceiro trimestre de 2024 foi de 4,4%.

unitários do trabalho foi de 4,5% no terceiro trimestre de 2024 e espera-se que registre uma descida pronunciada para uma média de 2,0% em 2027²⁰.

Permanecerá, contudo, acima da média histórica de 1,8%. Em comparação com as projeções de setembro de 2024, o crescimento dos custos unitários do trabalho foi revisto em alta em 0,2 pontos percentuais para 2024 e em baixa em 0,1 pontos percentuais para 2026.

Em geral, projeta-se que as pressões internas sobre os preços, medidas pelo crescimento do deflator do PIB, continuarão a diminuir, com as margens de lucro a proporcionar uma reserva contra pressões dos custos do trabalho no curto prazo (gráfico 12). Estima-se que a taxa de crescimento anual do deflator do PIB tenha descido rapidamente em 2024, situando-se, em média, em 2,9% nesse ano (após registar 5,9% em 2023), mas projeta-se que diminua de forma mais gradual ao longo do horizonte, atingindo uma média de 2,1% em 2027. O crescimento dos lucros unitários deverá continuar a absorver o crescimento relativamente forte dos custos do trabalho, mas apenas no curto prazo²¹. Com a moderação do crescimento dos custos unitários do trabalho e a continuação da contenção dos custos relacionados com outros fatores de produção, espera-se que o crescimento das margens de lucro recupere um pouco a partir de 2025, apoiado pela recuperação económica e pelo reforço do crescimento da produtividade, dando assim um contributo positivo para as pressões internas sobre os preços novamente a partir de 2025. Face às projeções de setembro de 2024, o crescimento do deflator do PIB foi objeto de uma ligeira revisão em baixa para 2024, mantém-se inalterado para 2025 e foi revisto ligeiramente em alta no que respeita a 2026. O crescimento das margens de lucro foi objeto de uma pequena revisão em baixa para 2024 e em alta para 2025 e 2026, compensando, em grande medida, as correspondentes revisões em sentido ascendente e descendente do crescimento dos custos unitários do trabalho.

²⁰ De acordo com dados do Eurostat publicados em 6 de dezembro, o crescimento dos custos unitários do trabalho no terceiro trimestre de 2024 foi de 4,3%.

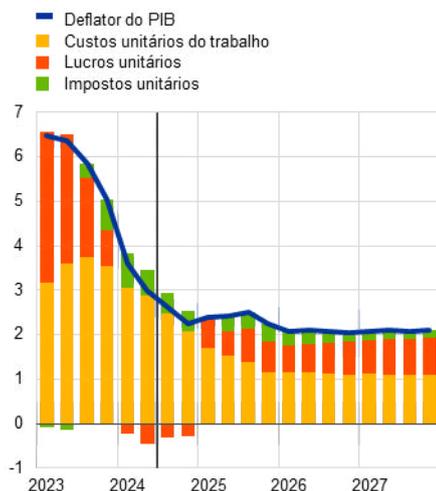
²¹ O crescimento dos lucros unitários deverá aumentar de 2,0% em 2026 para 2,4% em 2027. Tal está, em parte, relacionado com o esperado registo do CELE 2 nas contas nacionais como um imposto sobre a produção quando as licenças de emissão forem restituídas, ou seja, no ano seguinte ao leilão. Por conseguinte, as receitas do CELE 2 para 2027 só serão registadas nas contas nacionais em 2028, ao passo que os preços finais deverão aumentar já em 2027 (ver a caixa 2). Espera-se, portanto, que o excedente de exploração bruto aumente temporariamente em 2027.

Gráfico 12

Pressões internas sobre os preços

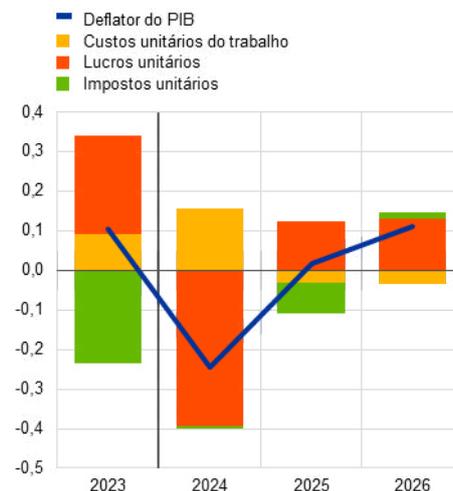
a) Deflator do PIB e respetivas componentes

(variação anual em percentagem; contributos em pontos percentuais)



b) Deflator do PIB e respetivas componentes – revisões em relação às projeções de setembro de 2024

(contributos em pontos percentuais)



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

Espera-se que a inflação dos preços das importações aumente, mas permaneça abaixo de 2% durante o horizonte de projeção. O crescimento do deflator das importações da área do euro deverá aumentar de -0,6% em 2024 para 1,6% em 2025 e 1,7% em 2027. Os valores para 2024 e 2025 foram revistos em baixa, em consonância com as revisões em sentido descendente dos preços das exportações dos concorrentes e não obstante a depreciação do euro implícita nos pressupostos técnicos (**caixa 1**).

6 Análises de sensibilidade

Trajetórias alternativas para os preços dos produtos energéticos

A evolução futura dos preços das matérias-primas energéticas permanece muito incerta e as trajetórias alternativas para os preços do petróleo e do gás teriam um impacto significativo nas perspetivas económicas, especialmente no que respeita à inflação. Enquanto as projeções dos especialistas do Eurosistema têm por base os pressupostos técnicos descritos na **caixa 1**, nesta análise, as trajetórias alternativas em sentido descendente e ascendente são determinadas 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 gás²². As trajetórias alternativas para os preços do petróleo estão distribuídas simetricamente em torno das projeções de referência, refletindo riscos, em geral, equilibrados. Em contraste, a distribuição dos preços do gás indica riscos em sentido ascendente para os pressupostos técnicos (**gráfico 13**), que provavelmente espelham incertezas do lado da oferta. Estas incertezas estão associadas ao fim iminente da vigência do acordo de trânsito de gás entre a Ucrânia e a Rússia, bem como aos recentes atrasos nos projetos de fornecimento de gás natural liquefeito. Além disso, parte-se do pressuposto de preços constantes para os preços do petróleo e do gás. Em cada caso, é calculado um índice sintético de preços dos produtos energéticos (uma média ponderada das trajetórias dos preços do petróleo e do gás) e os impactos são avaliados utilizando modelos macroeconómicos do BCE e do Eurosistema. Os resultados são apresentados no **quadro 6**.

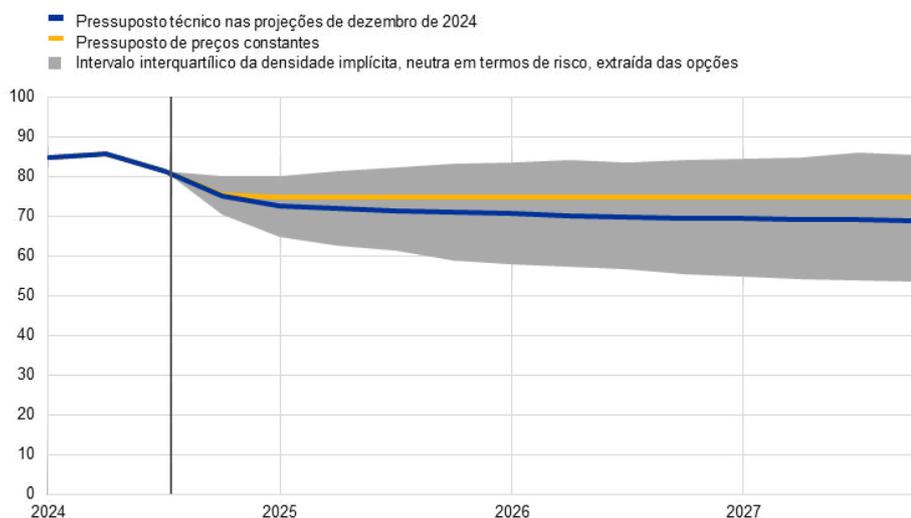
²² Os preços de mercado utilizados são os prevalecentes em 20 de novembro de 2024 (a data de fecho da informação para os pressupostos técnicos).

Gráfico 13

Trajetórias alternativas para os pressupostos relativos aos preços dos produtos energéticos

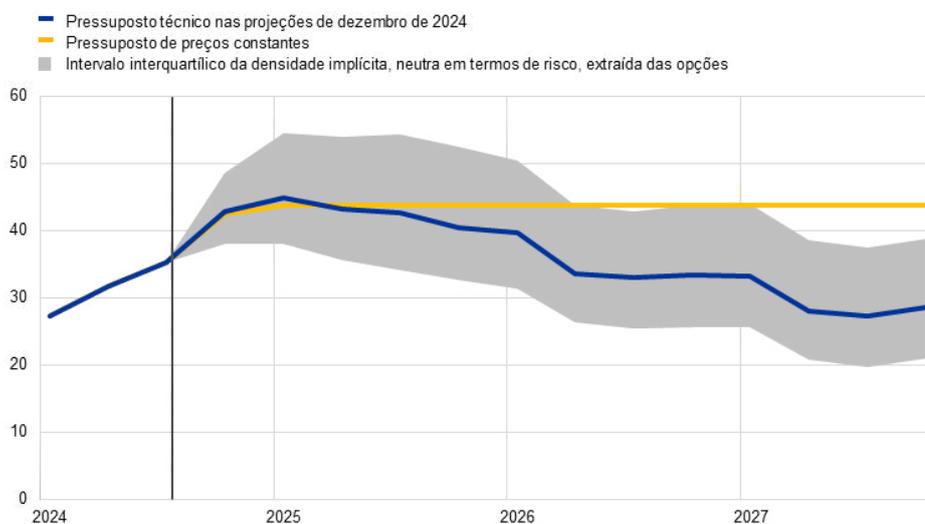
a) Pressupostos relativos aos preços do petróleo

(USD/barril)



b) Pressupostos relativos aos preços do gás

(EUR/MWh)



Fontes: Morningstar e cálculos do BCE.

Nota: As densidades implícitas dos preços do petróleo e do gás são extraídas das cotações de mercado, em 20 de novembro de 2024, de opções em contratos de futuros de petróleo Brent na "Intercontinental Exchange" (ICE) e em contratos de futuros de gás natural na facilidade de transferência de títulos (*Title Transfer Facility* – TTF) neerlandesa, com datas de vencimento trimestrais fixas.

Quadro 6

Trajétórias alternativas para os preços dos produtos energéticos e impacto no crescimento do PIB real e na inflação medida pelo IHPC

	Trajetória 1: percentil 25				Trajetória 2: percentil 75				Trajetória 3: preços constantes			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
(desvios em relação aos níveis das projeções de referência, em percentagem)												
Preços do petróleo	-1,3	-13,7	-19,0	-21,9	1,6	14,0	19,6	23,1	0,1	4,2	6,7	8,1
Preços do gás	-3,5	-18,0	-22,0	-25,6	4,2	25,6	29,4	35,3	-0,2	2,1	25,2	49,1
Índice sintético de preços dos produtos energéticos	-2,4	-15,9	-19,3	-21,9	3,0	21,9	25,1	27,2	0,0	3,0	13,3	21,5
(desvios em relação às projeções de referência para as taxas de crescimento, em pontos percentuais)												
Crescimento do PIB real	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Inflação medida pelo IHPC	0,0	-0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,7	0,6	0,3	0,0	0,2	0,4	0,4

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 20 de novembro de 2024. 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 BCE e do Eurosistema.

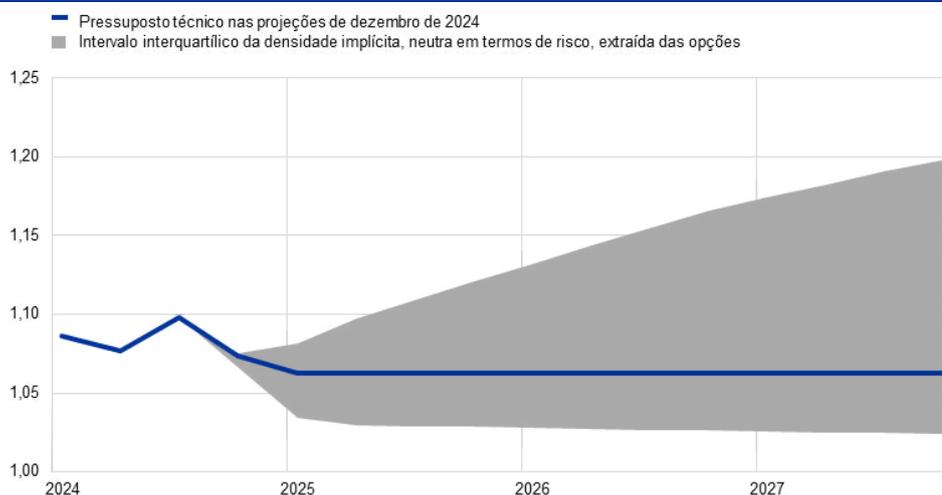
Trajétórias alternativas da taxa de câmbio

Esta análise de sensibilidade avalia as implicações, nas projeções de referência, das trajetórias alternativas da taxa de câmbio. Os pressupostos

técnicos relativos às taxas de câmbio nas projeções de referência são mantidos constantes ao longo do horizonte de projeção. As trajetórias alternativas em baixa e em alta são calculadas a partir dos percentis 25 e 75 das densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções para a taxa de câmbio USD/EUR em 20 de novembro de 2024 (**gráfico 14**). O impacto dessas trajetórias alternativas é avaliado recorrendo a modelos macroeconómicos do BCE e do Eurosistema. O impacto médio no crescimento do produto e na inflação nesses modelos é apresentado no **quadro 7**.

Gráfico 14

Trajétórias alternativas da taxa de câmbio USD/EUR



Fontes: Bloomberg e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Um aumento implica uma apreciação do euro. Os percentis 25 e 75 referem-se às densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções para a taxa de câmbio USD/EUR em 20 de novembro de 2024. Os efeitos macroeconômicos são apresentados como médias de vários modelos macroeconômicos utilizados pelos especialistas do BCE e do Eurosistema.

Quadro 7

Impacto no crescimento do PIB real e na inflação medida pelo IHPC

	Trajetória 1: percentil 25				Trajetória 2: percentil 75			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Taxa de câmbio USD/EUR	1,08	1,03	1,03	1,03	1,08	1,10	1,15	1,19
Taxa de câmbio USD/EUR (percentagem de desvio em relação às projeções de referência)	-0,2	-3,0	-3,3	-3,5	0,0	3,7	8,1	11,7
(desvios em relação às projeções de referência para as taxas de crescimento, em pontos percentuais)								
Crescimento do PIB real	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Inflação medida pelo IHPC	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,3

Fontes: Bloomberg e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Um aumento implica uma apreciação do euro. Os percentis 25 e 75 referem-se às densidades implícitas, neutras em termos de risco, extraídas das opções para a taxa de câmbio USD/EUR em 20 de novembro de 2024. Os efeitos macroeconômicos são apresentados como médias de vários modelos macroeconômicos utilizados pelos especialistas do BCE e do Eurosistema.

Caixa 3

Comparação com previsões de outras instituições e do setor privado

As projeções de dezembro de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema

encontram-se, em geral, dentro do intervalo de outras previsões para o PIB e a inflação

medida pelo IHPC. A projeção dos especialistas do Eurosistema para o crescimento está dentro

do intervalo das previsões de outras instituições e de inquéritos a analistas do setor privado ao longo do horizonte. Relativamente à inflação medida pelo IHPC, para 2025, a projeção dos

especialistas do Eurosistema situa-se no topo do intervalo. Em relação a 2026, a projeção dos

especialistas do Eurosistema encontra-se num intervalo estreito de previsões de outros analistas e,

para 2027, situa-se ligeiramente acima das outras previsões disponíveis. Tal poderá dever-se a

diferenças na avaliação do impacto do CELE 2 (ver a **caixa 2**). A projeção dos especialistas do

Eurosistema para a inflação medida pelo IHPCX está alinhada com outras previsões, mas é ligeiramente inferior no tocante a 2027.

Quadro

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

(variação anual em percentagem)

	Data de publicação	Crescimento do PIB				Inflação medida pelo IHPC				Inflação medida pelo IHPCX			
		2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Projeções dos especialistas do Eurosistema	Dezembro de 2024	0,7	1,1	1,4	1,3	2,4	2,1	1,9	2,1	2,9	2,3	1,9	1,9
Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económicos (OCDE)	Dezembro de 2024	0,8	1,3	1,5	-	2,4	2,1	2,0	-	2,9	2,4	2,0	-
Comissão Europeia	Novembro de 2024	0,8	1,3	1,6	-	2,4	2,1	1,9	-	2,9	2,4	2,0	-
Consensus Economics	Novembro de 2024	0,8	1,1	1,4	1,4	2,4	1,9	1,9	1,9	2,8	2,2	-	-
Inquérito a Analistas Profissionais	Outubro de 2024	0,7	1,2	1,4	-	2,4	1,9	1,9	-	2,8	2,2	2,0	-
Fundo Monetário Internacional (FMI)	Outubro de 2024	0,8	1,2	1,5	1,4	2,4	2,0	2,0	1,9	-	-	-	-

Fontes: *Economic Outlook* da OCDE, publicado em 4 de dezembro de 2024, com data de fecho da informação em 27 de novembro de 2024; previsões da Consensus Economics, de 14 de novembro de 2024, para 2024 e 2025 (sendo os dados para 2026 e 2027 retirados do inquérito de outubro de 2024); inquérito do BCE a analistas profissionais, publicado em 21 de outubro de 2024; *World Economic Outlook* do FMI, com data de fecho da informação em 22 de outubro de 2024; previsões económicas do outono de 2024 da Comissão Europeia, com data de fecho da informação em 21 de outubro de 2024.

Notas: Estas previsões não são diretamente comparáveis entre si ou com as projeções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema, 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. As projeções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema 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.

© Banco Central Europeu, 2024

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](#).

HTML ISBN 978-92-899-6604-7, ISSN 2529-4792, doi:10.2866/19318, QB-CF-24-002-PT-Q