



**BANCO CENTRAL EUROPEU**  
EUROSISTEMA

# Boletim Económico

**Número 6 / 2022**



# Índice

<b>Evolução económica, financeira e monetária</b>	<b>2</b>
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	10
2 Atividade económica	17
3 Preços e custos	24
4 Evolução do mercado financeiro	32
5 Condições de financiamento e evolução do crédito	38
6 Evolução orçamental	47
<b>Caixas</b>	<b>52</b>
1 O papel do emprego público durante a crise da COVID-19	52
2 COVID-19 e decisões de reforma dos trabalhadores mais velhos na área do euro	58
3 Poderá a cauda abanar o cão? Uma análise mais pormenorizada dos movimentos recentes nas distribuições das expetativas de inflação	64
4 O impacto do aumento das taxas hipotecárias no mercado da habitação da área do euro	69
5 Condições de liquidez e operações de política monetária de 20 de abril a 26 de julho de 2022	74
6 Padrões mínimos comuns para a incorporação dos riscos relacionados com as alterações climáticas nos sistemas internos de avaliação de crédito do Eurosistema	80

# Evolução económica, financeira e monetária

## Apreciação global

Em 8 de setembro de 2022, o Conselho do BCE decidiu aumentar as três taxas de juro diretoras do BCE em 75 pontos base. Este passo importante antecipa a transição do nível extremamente acomodaticio prevalente das taxas de juro diretoras para níveis que assegurarão um regresso atempado da inflação ao objetivo de 2% a médio prazo estabelecido pelo Conselho do BCE. Com base na sua avaliação atualizada, o Conselho do BCE espera, nas próximas reuniões, voltar a aumentar as taxas de juro para atenuar a procura e prevenir o risco de uma persistente deslocação em sentido ascendente das expectativas de inflação. O Conselho do BCE reavaliará regularmente a sua trajetória de política monetária, à luz da informação que for sendo disponibilizada e da evolução das expectativas de inflação. As futuras decisões do Conselho do BCE sobre as taxas de juro diretoras continuarão a depender dos dados e a seguir uma abordagem reunião a reunião.

O Conselho do BCE tomou esta decisão – e espera continuar a aumentar as taxas de juro – porque a inflação permanece demasiado elevada, sendo provável que se mantenha acima do objetivo durante um período prolongado. De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação atingiu 9,1% em agosto. A subida muito acentuada dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, as pressões da procura em alguns setores, devido à reabertura da economia, e os estrangulamentos no abastecimento ainda estão a fazer subir a inflação. As pressões sobre os preços continuaram a ganhar força e a generalizar-se ao conjunto da economia, podendo a inflação voltar a subir no curto prazo. Com o desvanecimento ao longo do tempo dos atuais fatores impulsionadores da inflação e a repercussão da normalização da política monetária na economia e na fixação de preços, a inflação descerá. Numa análise prospetiva, os especialistas do BCE reviram significativamente em alta as suas projeções para a inflação, esperando-se agora que esta seja, em média, de 8,1% em 2022, 5,5% em 2023 e 2,3% em 2024.

Após uma retoma no primeiro semestre de 2022, dados recentes apontam para um abrandamento substancial do crescimento económico da área do euro, esperando-se uma estagnação da economia na parte final do ano e no primeiro trimestre de 2023. Os preços muito elevados dos produtos energéticos estão a reduzir o poder de compra do rendimento das pessoas e, não obstante algum abrandamento, os estrangulamentos no abastecimento ainda estão a restringir a atividade económica. Além disso, a situação geopolítica adversa, em especial a agressão injustificada da Rússia contra a Ucrânia, pesa sobre a confiança das empresas e dos consumidores. Estas perspetivas encontram-se refletidas nas projeções mais recentes dos especialistas do BCE para o crescimento económico, as quais foram revistas em baixa de forma acentuada para o resto do presente ano e para 2023. Os especialistas esperam agora que a economia registe uma taxa de crescimento de 3,1% em 2022, 0,9% em 2023 e 1,9% em 2024.

As vulnerabilidades duradouras causadas pela pandemia ainda representam um risco para a transmissão regular da política monetária. Por conseguinte, o Conselho do BCE continuará a aplicar flexibilidade no reinvestimento dos reembolsos previstos no âmbito da carteira do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP), a fim de contrariar os riscos para o mecanismo de transmissão relacionados com a pandemia.

## Atividade económica

Inflação elevada, condições financeiras mais restritivas e fatores adversos remanescentes relacionados com a oferta estão a ter repercussões na atividade económica a nível mundial. Os dados de inquéritos sinalizam uma moderação generalizada da atividade económica. De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas de crescimento mundial são moderadas, projetando-se que o crescimento do PIB real mundial – excluindo a área do euro – seja de 2,9% em 2022, 3,0% em 2023 e 3,4% em 2024. Estas perspetivas são mais fracas do que as descritas nas projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema e indicam que se espera que a economia mundial cresça a uma taxa ligeiramente inferior à sua média de longo prazo no corrente ano e no próximo, à medida que a atividade económica abranda nas economias avançadas e nas economias de mercado emergentes. As perspetivas mais fracas para a procura e a melhoria da oferta ajudaram a aliviar as pressões sobre as cadeias de abastecimento, embora ainda persistam. Em consonância com o crescimento mundial, as perspetivas para o comércio mundial e para a procura externa da área do euro também se deterioraram em comparação com as projeções de junho. As pressões inflacionistas mundiais continuaram a ser generalizadas e elevadas, devido aos picos dos preços das matérias-primas, às persistentes restrições da oferta, à procura ainda relativamente robusta e à restritividade dos mercados de trabalho. No entanto, espera-se que estas pressões diminuam com a estabilização dos mercados de matérias-primas e o enfraquecimento do crescimento. Num contexto de elevada incerteza, o balanço dos riscos em torno das projeções de referência encontra-se enviesado em sentido descendente para o crescimento mundial e em sentido ascendente para a inflação mundial.

A economia da área do euro registou um crescimento de 0,8% no segundo trimestre de 2022, devido sobretudo às fortes despesas de consumo de serviços com uma grande componente de contacto, em resultado do levantamento das restrições relacionadas com a pandemia. Durante o verão, como as pessoas viajaram mais, os países com grandes setores do turismo foram particularmente beneficiados. Ao mesmo tempo, as empresas foram negativamente afetadas pelos elevados custos energéticos e os persistentes estrangulamentos no abastecimento, não obstante o abrandamento gradual destes últimos. Embora o dinamismo do turismo tenha apoiado o crescimento económico no terceiro trimestre, o Conselho do BCE espera um abrandamento substancial da economia durante o resto do presente ano. São quatro as principais razões. Primeiro, a

inflação elevada está a travar a despesa e a produção no conjunto da economia e estes fatores adversos são reforçados pelas perturbações no aprovisionamento de gás. Segundo, a forte recuperação da procura de serviços decorrente da reabertura da economia perderá vigor nos próximos meses. Terceiro, o enfraquecimento da procura mundial, também no contexto de uma maior restritividade da política monetária em muitas economias importantes, e a deterioração dos termos de troca implicarão menos apoio à economia da área do euro. Quarto, a incerteza permanece elevada e a confiança está a diminuir de forma pronunciada.

Paralelamente, o mercado de trabalho tem permanecido robusto, apoiando a atividade económica. O emprego aumentou em mais de 600 mil pessoas no segundo trimestre de 2022 e a taxa de desemprego situou-se num mínimo histórico de 6,6% em julho. O total das horas trabalhadas registou um novo aumento de 0,6% no segundo trimestre de 2022 e ultrapassou os níveis anteriores à pandemia. Numa análise prospetiva, é provável que o abrandamento da economia resulte num ligeiro aumento da taxa de desemprego.

O cenário de referência para a área do euro das projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE assenta nos pressupostos de que a procura de gás será moderada pelos preços elevados e por medidas de poupança de energia por precaução (na sequência do recente acordo da União Europeia (UE) no sentido de reduzir a procura de gás até 15%) e de que não será necessário um racionamento significativo do gás. No entanto, pressupõe-se que, no inverno, haverá necessidade de alguns cortes de produção em países fortemente dependentes de importações de gás natural da Rússia e em risco de enfrentarem escassez de abastecimento. Embora os estrangulamentos no abastecimento tenham recentemente abrandado de uma forma um pouco mais rápida do que o esperado, ainda pesam sobre a atividade, pressupondo-se que se dissipem apenas de modo gradual. No médio prazo, com o reequilíbrio do mercado da energia, a diminuição da incerteza, a resolução dos estrangulamentos no abastecimento e a melhoria dos rendimentos reais, o crescimento deverá recuperar, apesar das condições de financiamento menos favoráveis. Espera-se que o mercado de trabalho enfraqueça na sequência do abrandamento da atividade económica, ainda que permaneça globalmente bastante resiliente. Em geral, de acordo com as projeções de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento real médio anual do produto interno bruto (PIB) deverá situar-se em 3,1% em 2022, abrandar de forma pronunciada para 0,9% em 2023 e recuperar para 1,9% em 2024. Em comparação com as projeções de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em alta em 0,3 pontos percentuais para 2022 – na sequência de surpresas positivas no primeiro semestre do ano – e objeto de uma revisão em baixa de 1,2 pontos percentuais para 2023 e 0,2 pontos percentuais para 2024, devido sobretudo ao impacto de perturbações no aprovisionamento energético, à inflação mais elevada e à associada queda da confiança.

De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, projeta-se que o saldo orçamental da área do euro registre uma melhoria constante no período até 2024, embora ligeiramente em menor grau do que o indicado nas projeções de junho. No entanto, as projeções orçamentais

continuam rodeadas de elevados níveis de incerteza, relacionados sobretudo com a guerra na Ucrânia e com a evolução dos mercados energéticos que poderá levar os governos a adotar medidas adicionais de estímulo orçamental. Estas medidas de apoio orçamental visaram, em grande medida, contrariar o aumento do custo de vida para os consumidores, em particular no que respeita à energia. Além disso, o financiamento de novas capacidades de defesa e o apoio aos refugiados da guerra entre a Rússia e a Ucrânia também desempenharam um papel importante. No entanto, o défice orçamental das administrações públicas da área do euro deverá continuar a diminuir, caindo de 5,1% do PIB em 2021 para 3,8% em 2022 e depois para 2,7% no final do horizonte de previsão. Após o forte abrandamento da restritividade orçamental durante a crise do coronavírus (COVID-19) em 2020, a orientação orçamental tornou-se mais restritiva no ano passado e projeta-se que continue a tornar-se ligeiramente mais restritiva, em particular em 2023, e que se torne neutra em 2024. Num contexto de incerteza acrescida e riscos em sentido descendente para as perspetivas económicas tendo em conta a guerra na Ucrânia, bem como os aumentos dos preços dos produtos energéticos e a continuação das perturbações nas cadeias de abastecimento, em 23 de maio de 2022, a Comissão Europeia recomendou o prolongamento da aplicabilidade da cláusula de derrogação de âmbito geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento até ao final de 2023. Tal permitiria que, se necessário, as políticas orçamentais se fossem ajustando às circunstâncias. Ao mesmo tempo, com os desequilíbrios orçamentais ainda a excederem os níveis pré-pandemia e a inflação excecionalmente elevada, a política orçamental deve ser cada vez mais seletiva e direcionada, para evitar intensificar as pressões inflacionistas a médio prazo, assegurando simultaneamente a sustentabilidade orçamental no médio prazo.

As medidas de apoio orçamental para amortecer o impacto dos preços mais altos dos produtos energéticos devem ser temporárias e direcionadas para as famílias e empresas mais vulneráveis, a fim de limitar o risco de intensificação das pressões inflacionistas, aumentar a eficiência da despesa pública e preservar a sustentabilidade da dívida. As políticas estruturais devem visar elevar o potencial de crescimento da área do euro e apoiar a sua resiliência.

## Inflação

A inflação registou nova subida, situando-se em 9,1% em agosto. A inflação dos preços dos produtos energéticos manteve-se extremamente elevada, em 38,3%, tendo sido, mais uma vez, a componente dominante da inflação global. Os indicadores baseados no mercado sugerem que, no curto prazo, os preços do petróleo registarão uma moderação, enquanto os preços do gás por grosso permanecerão extraordinariamente altos. A inflação dos preços dos produtos alimentares também subiu em agosto, situando-se em 10,6% e refletindo, em parte, os custos mais elevados dos fatores de produção relacionados com os produtos energéticos, perturbações do comércio de matérias-primas alimentares e condições meteorológicas adversas. Não obstante um abrandamento, os estrangulamentos no abastecimento continuam a repercutir-se gradualmente nos preços no consumidor, exercendo pressão em sentido ascendente sobre a inflação, à semelhança do que se verifica com a recuperação da procura no setor dos serviços. A depreciação do

euro também contribuiu para a acumulação de pressões inflacionistas. As pressões sobre os preços estão a alastrar-se a cada vez mais setores, em parte devido ao impacto dos custos energéticos elevados no conjunto da economia. Nessa conformidade, as medidas da inflação subjacente permanecem em níveis altos e as projeções mais recentes elaboradas por especialistas do BCE indicam que a inflação excluindo produtos energéticos e produtos alimentares atingirá 3,9% em 2022, 3,4% em 2023 e 2,3% em 2024. É provável que a resiliência dos mercados de trabalho e algum aumento para compensar a inflação mais elevada apoiem o crescimento dos salários. Ao mesmo tempo, os dados que têm vindo a ser disponibilizados e os recentes acordos salariais indicam que a dinâmica dos salários se mantém, em geral, contida. A maioria das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo situa-se atualmente em torno de 2%, embora as recentes revisões, acima do objetivo, de alguns indicadores justifiquem um acompanhamento constante.

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

## Análise dos riscos

No contexto do abrandamento da economia mundial, os riscos para o crescimento apresentam-se sobretudo do lado descendente, em particular no curto prazo. Tal como refletido no cenário pessimista das projeções elaboradas por especialistas do BCE, uma guerra prolongada na Ucrânia continua a representar um risco significativo para o crescimento, em especial se as empresas e as famílias enfrentarem um racionamento energético. Nessa situação, a confiança pode deteriorar-se ainda mais e as restrições do lado da oferta podem voltar a agravar-se. Os custos dos produtos energéticos e dos produtos alimentares também podem manter-se persistentemente mais elevados do que o esperado. Uma nova deterioração das perspetivas económicas mundiais pode constituir um entrave adicional para a procura externa da área do euro.

Os riscos quanto às perspetivas de inflação encontram-se sobretudo do lado ascendente. Tal como acontece relativamente ao crescimento, o maior risco no curto prazo é a possibilidade de novas perturbações no abastecimento energético. No médio prazo, a inflação poderá ser mais elevada do que o esperado, devido a uma persistente deterioração da capacidade produtiva da economia da área do euro, a novos aumentos dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, a uma subida das expectativas de inflação para níveis acima do objetivo do Conselho do BCE ou a aumentos salariais superiores ao previsto. Contudo, a descida dos custos energéticos ou o enfraquecimento da procura no médio prazo reduziriam as pressões sobre os preços.

## Condições monetárias e financeiras

As taxas de juro do mercado subiram, perante a expectativa de uma continuação da normalização da política monetária em resposta às perspetivas de inflação. O crédito às empresas encareceu nos últimos meses e as taxas ativas bancárias aplicadas às famílias situam-se agora nos seus níveis mais elevados em mais de cinco anos. Em termos de volumes, a disponibilização de crédito bancário a empresas permaneceu, até à data, forte, em parte refletindo a necessidade de financiar custos de produção elevados e a constituição de existências. A concessão de crédito à habitação às famílias regista uma moderação, devido ao aumento da restritividade dos critérios de concessão de crédito, à subida dos custos de contração de empréstimos e à fraca confiança dos consumidores.

## Decisões de política monetária

Com base na sua avaliação atual, o Conselho do BCE decidiu aumentar as três taxas de juro diretas do BCE em 75 pontos base. Nessa conformidade, a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito foram aumentadas para 1,25%, 1,50% e 0,75%, respetivamente, com efeitos a partir de 14 de setembro de 2022. Este passo importante antecipa a transição do nível extremamente acomodatório prevalente

das taxas de juro diretores para níveis que apoiarão um regresso atempado da inflação ao objetivo de 2% a médio prazo estabelecido pelo Conselho do BCE. O Conselho do BCE tomou esta decisão – e espera continuar a aumentar as taxas de juro – porque a inflação permanece demasiado elevada, sendo provável que se mantenha acima do objetivo durante um período prolongado. As futuras decisões sobre as taxas de juro diretores continuarão a depender dos dados e a seguir uma abordagem reunião a reunião.

Na sequência do aumento da taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito para um nível superior a zero, o sistema de dois níveis para a remuneração das reservas excedentárias deixa de ser necessário. Por conseguinte, em 8 de setembro de 2022, o Conselho do BCE decidiu suspender o sistema de dois níveis, fixando o multiplicador em zero.

O Conselho do BCE pretende continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) durante um período prolongado após a data em que começou a aumentar as taxas de juro diretores do BCE e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez amplas e uma orientação de política monetária adequada. No que respeita ao PEPP, o Conselho do BCE tenciona reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no contexto do programa até, pelo menos, ao final de 2024. De qualquer forma, a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada. Os reembolsos no contexto da carteira do PEPP estão a ser reinvestidos de forma flexível, a fim de contrariar os riscos para o mecanismo de transmissão da política monetária relacionados com a pandemia.

O Conselho do BCE continuará a acompanhar as condições de financiamento bancário e a assegurar que o vencimento dos fundos cedidos no âmbito da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) não dificulta a transmissão regular da política monetária. Avaliará também com regularidade o modo como as operações de refinanciamento direcionadas estão a contribuir para a orientação da política monetária.

A fim de preservar a eficácia da transmissão da política monetária e salvaguardar o funcionamento ordenado do mercado, em 8 de setembro de 2022, o Conselho do BCE decidiu suprimir temporariamente o limite máximo de taxa de juro de 0% para a remuneração dos depósitos das administrações públicas. Pelo contrário, o limite máximo manter-se-á temporariamente no valor mais baixo entre a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito do Eurosistema e a taxa de juro de curto prazo do euro (€STR), também com uma taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito positiva. A medida deverá permanecer em vigor até 30 de abril de 2023. Esta alteração evitará uma saída abrupta de depósitos para o mercado, numa altura em que alguns segmentos dos mercados de operações de reporte da área do euro apresentam sinais de escassez de ativos de garantia, e permitirá uma avaliação aprofundada da forma como os mercados monetários estão a ajustar-se ao regresso a taxas de juro positivas.

O Conselho do BCE está preparado para ajustar todos os seus instrumentos, no âmbito do seu mandato, a fim de assegurar que a inflação estabiliza no objetivo de 2% a médio prazo. O Instrumento de Proteção da Transmissão está disponível para contrariar dinâmicas de mercado desordenadas, injustificadas e passíveis de representar uma ameaça grave para a transmissão da política monetária em todos os países da área do euro, permitindo, assim, ao Conselho do BCE cumprir mais eficazmente o seu mandato de manutenção da estabilidade de preços.

## 1 Conjuntura externa

*Inflação elevada, condições financeiras mais restritivas e estrangulamentos persistentes no abastecimento estão a ter repercussões à medida que a atividade económica a nível mundial abranda. De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas de crescimento mundial são moderadas, projetando-se que o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) seja de 2,9% em 2022, 3,0% em 2023 e 3,4% em 2024. Estas perspetivas são mais fracas do que as descritas nas projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema e indicam que se espera que a economia mundial cresça a uma taxa ligeiramente inferior à sua média de longo prazo no corrente ano e no próximo, à medida que a atividade económica abranda nas economias avançadas nas economias de mercado emergentes. As perspetivas mais fracas para a procura e a melhoria da oferta ajudaram a aliviar as pressões sobre as cadeias de abastecimento, embora estas ainda persistam. As perspetivas para o comércio mundial e para a procura externa da área do euro também se deterioraram em comparação com as projeções de junho. As pressões sobre os preços a nível mundial continuam a ser generalizadas e elevadas, devido aos picos dos preços das matérias-primas, às persistentes restrições da oferta, à procura ainda relativamente robusta e à restritividade dos mercados de trabalho. No entanto, espera-se que estas pressões diminuam com a estabilização dos mercados de matérias-primas e o enfraquecimento do crescimento. Num contexto de elevada incerteza, o balanço dos riscos em torno das projeções de referência encontra-se enviesado em sentido descendente para o crescimento mundial e em sentido ascendente para as pressões sobre os preços a nível mundial.*

**A economia mundial está a abrandar, devido às repercussões, na atividade económica, da inflação elevada, das condições financeiras mais restritivas e dos estrangulamentos persistentes no abastecimento.** A guerra na Ucrânia fez subir os preços das matérias-primas energéticas e veio perturbar as cadeias mundiais de abastecimento alimentar, intensificando as pressões inflacionistas a nível mundial e suscitando preocupações quanto à segurança alimentar mundial. Na China, a recuperação económica face aos confinamentos da primavera em províncias importantes estagnou recentemente. Tal advém de uma procura mais fraca devido às rigorosas medidas de contenção introduzidas para fazer face a pequenos surtos de coronavírus (COVID-19), aos cortes da produção em alguns setores com utilização intensiva de energia e ao agravamento da recessão no setor imobiliário residencial. A flexibilização sustentada das restrições relacionadas com a pandemia nas principais economias avançadas desde a primavera ajudou a apoiar o consumo nos setores das viagens e dos serviços relacionados com a hotelaria e a restauração. No entanto, as pressões inflacionistas excepcionalmente fortes, que obrigaram os bancos centrais a aumentar a restritividade da política monetária, estão a pesar sobre o rendimento disponível e as poupanças acumuladas durante a pandemia.

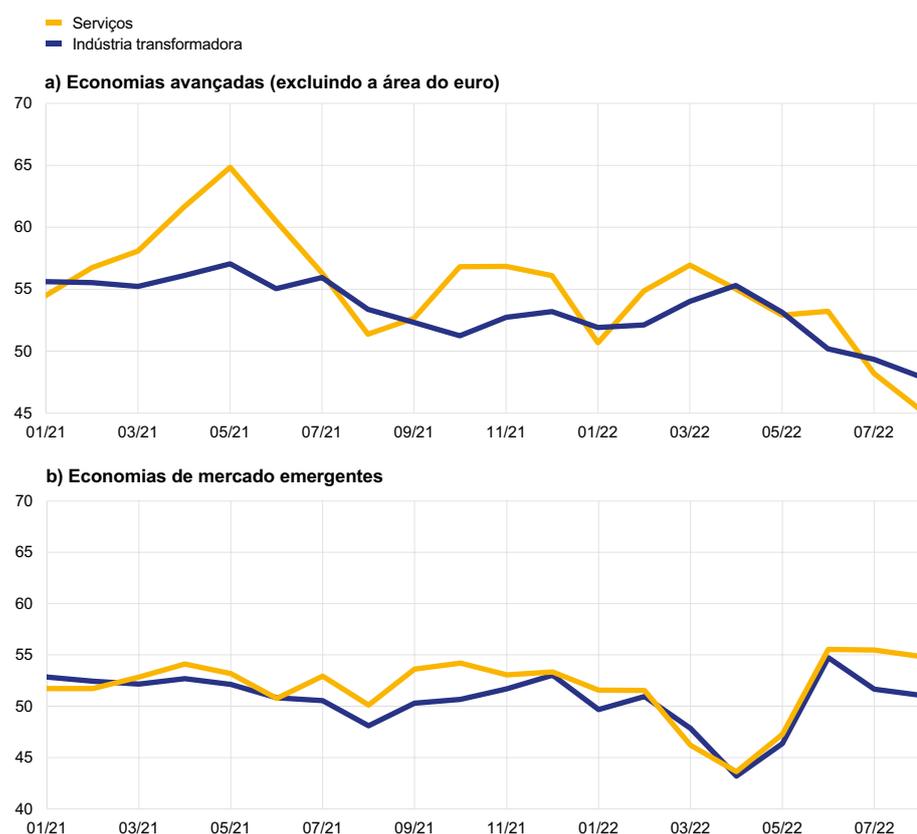
### Os dados de inquéritos sinalizam uma moderação generalizada da atividade económica.

A produção na indústria transformadora nas economias avançadas e de mercado emergentes registou nova deterioração em agosto de 2022 (gráfico 1). Observa-se também uma evolução semelhante no setor dos serviços, especialmente nas economias avançadas. O índice de acompanhamento do nível da atividade do PIB real mundial (excluindo a área do euro), que tem por base um vasto conjunto de indicadores, confirma os resultados dos inquéritos e aponta para uma perda contínua de dinamismo da atividade económica durante o mês de agosto. Esta evolução está em linha com a contração estimada no segundo trimestre de 2022, uma vez que o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) se situou em -0,6%. Em comparação com as projeções de junho, este resultado mais negativo reflete um crescimento mais fraco do que o anteriormente projetado na China, Japão, Reino Unido e Estados Unidos.

### Gráfico 1

#### IGC do produto por setor e tipo de economia

(Índices de difusão)



Fontes: S&P Global e cálculos de especialistas do BCE.  
Nota: As últimas observações referem-se a agosto de 2022.

**As perspetivas de crescimento mundial são moderadas, projetando-se que o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) seja de 2,9% em 2022, 3,0% em 2023 e 3,4% em 2024.** De um modo geral, espera-se que a economia mundial cresça a uma taxa ligeiramente inferior à sua média de longo prazo no corrente ano e no próximo, à medida que a atividade económica abranda nas economias avançadas e de mercado emergentes. Em comparação com as

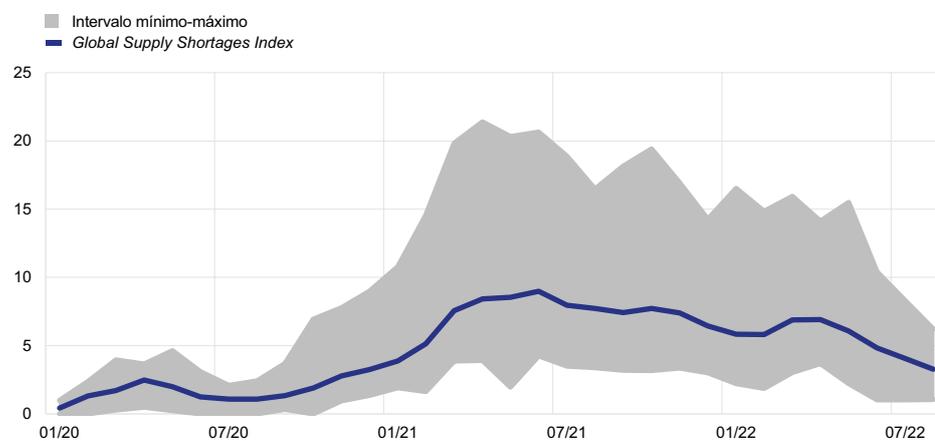
projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) foi revisto em baixa em 0,1 pontos percentuais para 2022, 0,4 pontos percentuais para 2023 e 0,2 pontos percentuais para 2024. A deterioração das perspetivas para a China e os Estados Unidos explica a maior parte das revisões em baixa do crescimento ao longo do horizonte de projeção. No Reino Unido, a subida acentuada dos preços dos produtos energéticos deverá pesar significativamente sobre a atividade, que se projeta que comece a diminuir na viragem do ano. As revisões em baixa do crescimento para este ano foram, em parte, compensadas por uma recessão na Rússia um pouco mais suave do que o previsto – tendo o país demonstrado, até ao momento, ser mais resiliente a sanções económicas do que o antecipado – e por uma atividade mais forte do que o anteriormente esperado em algumas economias de mercado emergentes de grande dimensão, como o Brasil, o México e a Turquia.

**O enfraquecimento da atividade na indústria transformadora a nível mundial está a pesar sobre o comércio, que começou já a desacelerar na primavera deste ano.** Não obstante as perturbações na oferta causadas pelos confinamentos rigorosos em importantes províncias chinesas esta primavera, a perda de dinamismo do comércio é claramente visível no comércio mundial de bens, à medida que a procura privada de bens se normaliza gradualmente após níveis elevados nas economias avançadas. Além disso, as perspetivas para o comércio mundial de bens continuam a deteriorar-se, como indicado pelas novas encomendas de exportações na indústria transformadora, que permaneceram em níveis contracionistas em agosto pelo segundo mês consecutivo. Neste contexto, os prazos de entrega dos fornecedores reduziram-se, embora permaneçam ainda acima dos níveis anteriores em algumas das principais economias, como o Reino Unido e os Estados Unidos. A escassez de oferta também se atenuou num vasto leque de rubricas do setor da indústria transformadora, ajudando, em conjunto com a moderação da procura, a aliviar algumas das pressões sobre a oferta a nível mundial (gráfico 2). Não obstante, subsistem ainda alguns estrangulamentos no abastecimento.

## Gráfico 2

### Global Supply Shortages Index (índice de escassez de oferta mundial)

(índice)



Fontes: S&P Global e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O *Global Supply Shortages Index* (índice de escassez de oferta mundial) mede quantas rubricas selecionadas têm registado escassez face à sua média de longo prazo em cada mês. A média de longo prazo refere-se ao valor 1 do índice. O intervalo mínimo/máximo a sombreado refere-se ao intervalo do percentil 5 a 95 para 20 rubricas. As últimas observações referem-se a agosto de 2022.

#### As perspetivas para o comércio mundial também se deterioraram.

As importações mundiais (excluindo a área do euro) deverão registar um crescimento de 4,6% em 2022, 2,7% em 2023 e 3,4% em 2024, projetando-se que a procura externa da área do euro seja um pouco mais fraca, especialmente em 2023. Em comparação com as projeções de junho, as perspetivas quanto ao comércio mundial e à procura externa da área do euro foram revistas em baixa para os últimos anos do horizonte de projeção. No tocante ao corrente ano, foram, todavia, objeto de uma revisão em alta, devido à dinâmica mais forte do que o anteriormente esperado do comércio nas economias avançadas no início de 2022, em especial no Reino Unido e em países europeus não pertencentes à área do euro.

#### As pressões sobre os preços a nível mundial mantêm-se generalizadas e elevadas.

Estas pressões refletem os picos dos preços das matérias-primas, as persistentes restrições da oferta, a procura ainda relativamente robusta e a restritividade dos mercados de trabalho, mas espera-se que as pressões inflacionistas diminuam gradualmente com a estabilização dos mercados de matérias-primas e o enfraquecimento do crescimento. A inflação global homóloga nos países da OCDE – excluindo a Turquia – desceu ligeiramente para 8,0% em julho, face a 8,1% em junho, tendo um aumento da inflação subjacente sido mais do que compensado por um contributo menor da inflação dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares<sup>1</sup>. Entretanto, o dinamismo da inflação permanece forte e muito acima do nível prevalecente em meados de 2021, quando a procura recuperou fortemente com a reabertura das economias (gráfico 3).

**O aumento das pressões inflacionistas é também evidente nos preços crescentes das exportações dos concorrentes da área do euro.** Estes preços (nas moedas nacionais) foram vistos em alta em comparação com as projeções

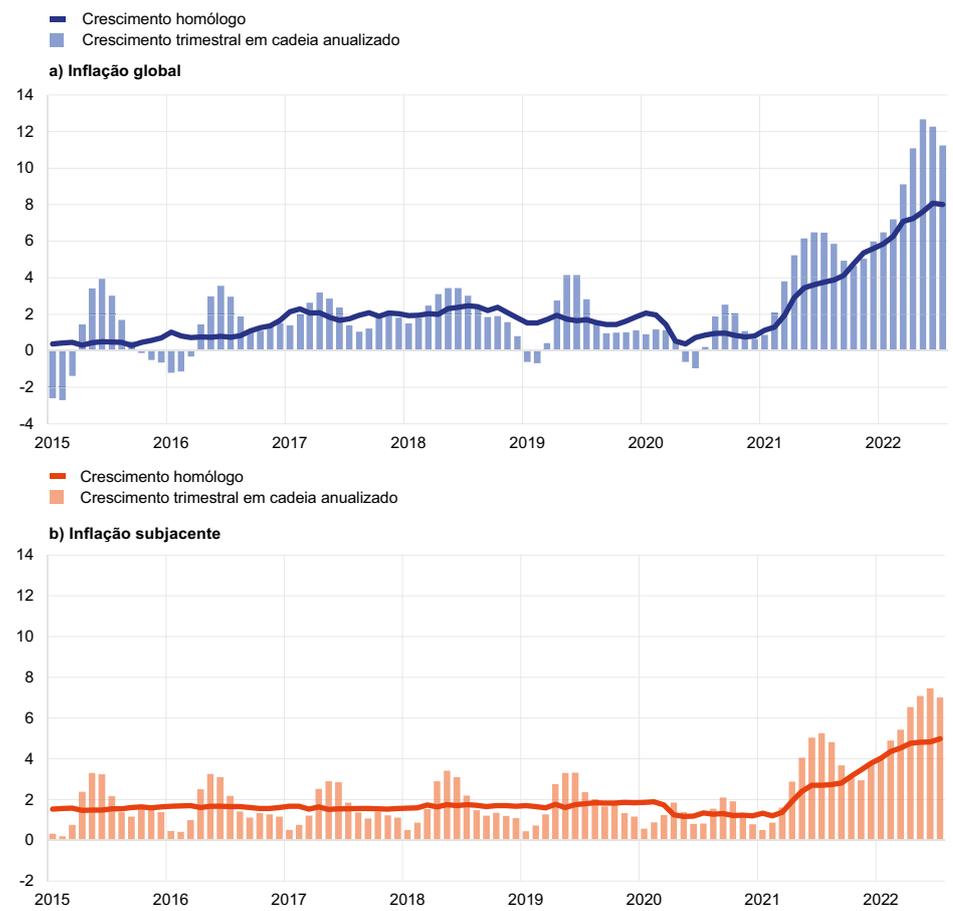
<sup>1</sup> Apresentamos dados sobre a inflação para o conjunto dos países da OCDE excluindo a Turquia, uma vez que o país, com a sua inflação global homóloga dos preços no consumidor a atingir 79,6% em julho, pode ser considerado uma exceção entre os países da OCDE.

de junho, uma vez que o impacto de pressupostos ligeiramente mais baixos relativos aos preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas é compensado por pressões acumuladas, internas e mundiais, mais intensas sobre os preços. Contudo, projeta-se que a descida prevista dos preços das matérias-primas em consonância com os respetivos futuros, aliada à deterioração do crescimento mundial, atenua as pressões inflacionistas no médio prazo.

### Gráfico 3

#### Inflação dos preços no consumidor nos países da OCDE

(taxas de variação homólogas (%) e taxas de variação trimestrais em cadeia anualizadas (%))



Fontes: OCDE e cálculos do BCE.

Notas: Os agregados da OCDE reportados nos painéis são calculados excluindo a Turquia. Na Turquia, a inflação global homóloga e a inflação homóloga subjacente situaram-se em 79,6% e 63,8%, respetivamente. A inflação global homóloga e a inflação homóloga subjacente em julho nos países da OCDE incluindo a Turquia (que não são apresentadas nos painéis) situaram-se em 10,2% e 6,8%, respetivamente, o que compara com 10,3% e 6,5% em junho. A inflação subjacente exclui produtos energéticos e alimentares. As últimas observações referem-se a julho de 2022.

**Os preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas desceram em comparação com as projeções de junho, enquanto os preços do gás na Europa voltaram a disparar.** A pressão em sentido descendente sobre os preços do petróleo está relacionada com a perspetiva de abrandamento da procura de petróleo, resultante da deterioração das perspetivas económicas mundiais e de aumentos da produção mundial de petróleo. Em julho, a produção mundial de petróleo atingiu o seu nível mais elevado desde janeiro de 2020. Até à data, a oferta de petróleo da Rússia revelou-se mais resiliente do que o esperado, mas

tal está, em grande medida, relacionado com o desvio das suas exportações de petróleo para a Índia, a Turquia e a China. Embora os preços do petróleo tenham descido recentemente, os preços do gás voltaram a aumentar, principalmente em resultado de cortes na oferta da Rússia. Mais especificamente, a redução de 80% no abastecimento de gás à Alemanha através do gasoduto Nord Stream 1 em julho e o anúncio mais recente de que estes fluxos de gás seriam novamente interrompidos indefinidamente aumentaram os receios de que o fornecimento de gás russo à Europa ocidental venha a ser cortado completamente. O preço dos metais industriais diminuiu num contexto de preocupação quanto à procura chinesa e, de um modo mais geral, de deterioração das perspetivas económicas mundiais. Os preços dos produtos alimentares também caíram, principalmente devido a acordos trilaterais celebrados pela Turquia e pelas Nações Unidas com a Rússia e a Ucrânia para estabelecer um corredor seguro para o transporte de cereais ucranianos.

**A evolução das condições financeiras mundiais tem sido variada desde as projeções anteriores.** Inicialmente, as condições financeiras tornaram-se mais restritivas. A inflação elevada e crescente conduziu a uma normalização da política monetária mais rápida do que o anteriormente esperado, a taxas de rendibilidade das obrigações mais elevadas e a uma correção de ativos de maior risco. Contudo, com o enfraquecimento das perspetivas de crescimento, uma parte significativa desta maior restritividade foi invertida recentemente, especialmente nas economias de mercado emergentes e, em menor grau, nos Estados Unidos e noutras economias avançadas. Esta flexibilização contrabalança parte do impacto das medidas tomadas pelos bancos centrais, embora, de um modo geral, tenham assinalado que ainda há muito a fazer para conter uma inflação historicamente elevada. Dado que a política monetária depende de dados, as condições financeiras permanecem sensíveis a novidades na evolução macroeconómica e da inflação.

**Nos Estados Unidos, o PIB real registou nova contração no segundo trimestre de 2022, à medida que a despesa das famílias enfraquecia e o investimento diminuía.** O aumento das taxas hipotecárias e as elevadas pressões sobre os custos conduziram a uma queda do investimento residencial, visto que continuar a diminuir o início da construção de novas habitações. O consumo privado desacelerou num contexto de deterioração da confiança dos consumidores e de queda do rendimento disponível real devido à inflação elevada. Numa análise prospetiva, projeta-se que o crescimento do PIB real se torne positivo a partir do terceiro trimestre, embora se espere que, em geral, permaneça moderado. A inflação global abrandou mais do que o esperado em julho, após uma aceleração em junho. A inflação global homóloga medida pelos preços no consumidor diminuiu para 8,5% em julho, à medida que os preços dos produtos energéticos se reduziam, enquanto a inflação subjacente se manteve inalterada em 5,9%.

**A economia chinesa recuperou em junho de 2022, mas essa retoma estagnou em julho.** A atividade económica contraiu-se acentuadamente no segundo trimestre de 2022, em resultado das rigorosas medidas de contenção aplicadas na China ao abrigo da sua estratégia de zero infeções com a COVID-19, após surtos em províncias importantes. Prevê-se que a economia regresse ao crescimento no segundo semestre deste ano, no pressuposto de um maior apoio em termos

de políticas e de uma incidência limitada de surtos de COVID-19. Assim, em comparação com as projeções de junho, as perspectivas de crescimento para a China foram objeto de uma revisão em baixa acentuada para este ano e um pouco menos pronunciada para o resto do horizonte de projeção. No entanto, as pressões sobre os preços no consumidor na China permanecem moderadas.

**No Japão, a recuperação da atividade económica foi retomada, apoiada pela reabertura da economia.** Após uma contração no primeiro trimestre de 2022, a recuperação económica foi retomada no segundo trimestre, apoiada por uma recuperação da procura interna na sequência da flexibilização das restrições relacionadas com a COVID-19. A economia deverá prosseguir uma trajetória de recuperação moderada. Projeta-se que a inflação homóloga medida pelo IPC permaneça acima do objetivo de 2% do banco central japonês este ano e que, posteriormente, desça para valores inferiores.

**No Reino Unido, o dinamismo do crescimento deverá continuar a enfraquecer, à medida que a descida do rendimento disponível das famílias influencia as despesas de consumo.** O crescimento do PIB real abrandou no segundo trimestre de 2022 e projeta-se que continue a diminuir nos trimestres seguintes. Dada a subida acentuada da inflação, que deverá aumentar ainda mais segundo as projeções, espera-se que a atividade económica comece a diminuir na viragem do ano. O mercado de trabalho permanece restritivo, enquanto as pressões salariais generalizadas estão a agravar a inflação interna persistentemente elevada. Prevê-se também que os preços elevados das matérias-primas continuem a conduzir a um aumento da inflação dos preços no consumidor ao longo do resto do ano.

**Na Rússia, dados recentes assinalam o início de uma recessão que deverá ser menos grave do que o anteriormente esperado.** No segundo trimestre de 2022, o PIB real diminuiu 5,8% em comparação com o trimestre anterior, sugerindo que a recessão projetada para este ano deverá ser menos pronunciada do que o indicado nas projeções de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema. No entanto, projeta-se que a atividade económica diminua significativamente, dado que tanto a procura interna como o comércio internacional estão a ser cada vez mais atingidos por sanções internacionais sem precedentes. Estas sanções conduziram a preços das importações mais elevados e a perturbações na oferta, que em conjunto exercem pressões em sentido ascendente sobre a inflação. No entanto, parte desta pressão foi recentemente compensada por um rublo mais forte e por uma procura mais fraca por parte dos consumidores.

## 2 Atividade económica

*A economia da área do euro cresceu 0,8% no segundo trimestre de 2022, o que refletiu principalmente o dinamismo do setor dos serviços, uma vez que o levantamento das restrições relacionadas com a pandemia apoiou as despesas de consumo em serviços com uma grande componente de contacto. As viagens aumentaram, o que ajudou especialmente os países com um grande setor do turismo. Em contraste, o setor da indústria transformadora foi afetado por elevados custos energéticos, reduções do aprovisionamento de gás e estrangulamentos no abastecimento contínuos, embora decrescentes. Em termos prospetivos, as consequências económicas da guerra na Ucrânia continuam a manifestar-se e a ensombrar as perspetivas para a área do euro. No terceiro trimestre, prevê-se que a atividade económica abrande substancialmente. Embora um setor do turismo dinâmico tenha continuado a apoiar o crescimento económico da área do euro nos meses de verão, o efeito impulsionador da reabertura da economia está a desvanecer-se. Além disso, todos os setores da economia estão a ser negativamente afetados por uma inflação elevada e por uma incerteza persistente, nomeadamente relacionadas com perturbações no aprovisionamento de gás e com as repercussões geopolíticas mais generalizadas de uma guerra prolongada. Prevê-se que os mesmos fatores continuem a pesar sobre a atividade da área do euro durante o inverno de 2022/2023. No lado positivo, medidas orçamentais destinadas a atenuar o impacto dos preços mais elevados dos produtos energéticos, mercados de trabalho globalmente resilientes e poupanças acumuladas deverão ajudar a apoiar a atividade económica. Para além do curto prazo, com o reequilíbrio do mercado da energia, a diminuição da incerteza, a resolução dos estrangulamentos no abastecimento e a melhoria dos rendimentos reais, o crescimento económico na área do euro deverá recuperar gradualmente.*

*Esta avaliação encontra-se globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de setembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, segundo as quais o crescimento real anual do PIB se situará em 3,1% em 2022, 0,9% em 2023 e 1,9% em 2024. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas foram revistas em alta para 2022 e em baixa para 2023 e 2024.*

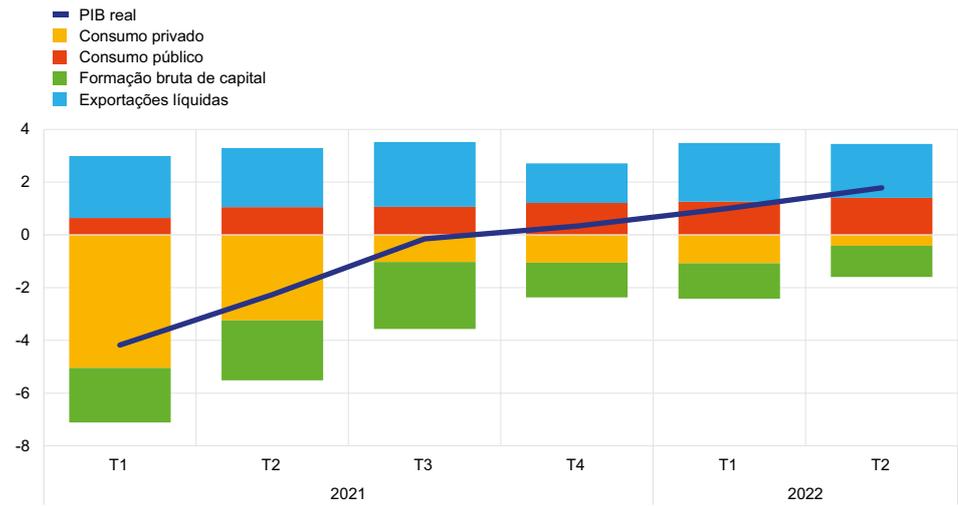
**A atividade económica na área do euro beneficiou da reabertura da economia no segundo trimestre de 2022.** O PIB real aumentou 0,8% em termos trimestrais em cadeia, impulsionado por um contributo positivo da procura interna, enquanto o comércio líquido teve um pequeno impacto negativo. O consumo privado e o investimento aumentaram fortemente no segundo trimestre, enquanto o consumo público apresentou um aumento mais modesto (gráfico 4). A maior parte do crescimento inesperadamente robusto no segundo trimestre deveu-se à forte atividade no setor dos serviços, na sequência do levantamento da maioria das restrições relacionadas com a pandemia. Os dados nacionais disponíveis e os indicadores de curto prazo apontam para uma mudança no consumo privado de bens para serviços, especialmente serviços

com uma grande componente de contacto. As despesas de consumo em serviços relacionados com o turismo e a hotelaria e restauração eram já particularmente substanciais na primavera, o que beneficiou particularmente países com um grande setor do turismo, como Espanha, Itália e França.

#### Gráfico 4

#### PIB real da área do euro e respetivas componentes

(taxas de variação (%) desde o quarto trimestre de 2019; contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2022.

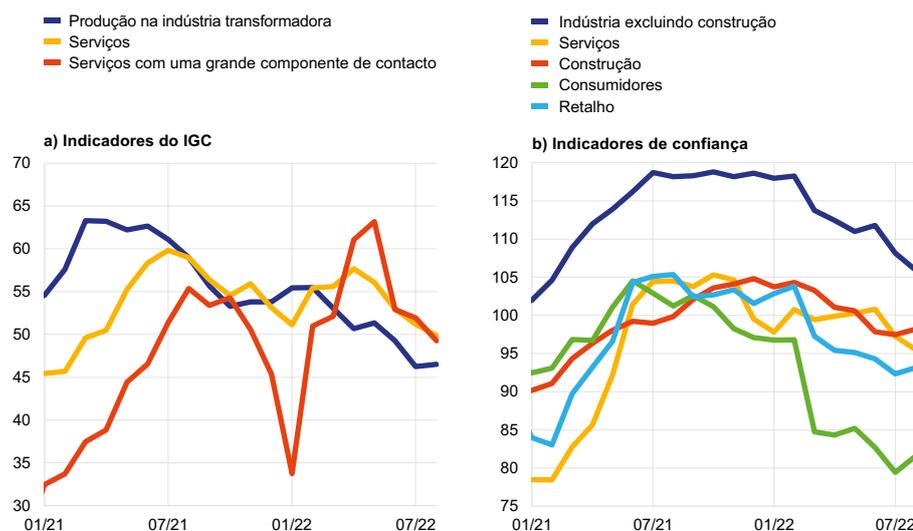
**Numa análise prospetiva, existem sinais claros de um abrandamento contínuo da atividade económica, num contexto de inflação elevada e de incerteza persistente relacionada com a guerra na Ucrânia e com desenvolvimentos relacionados com a energia.** Os dados de inquéritos que têm vindo a ser disponibilizados apontam para um dinamismo de crescimento em sentido

descendente que afeta todos os setores da economia no terceiro trimestre de 2022. O indicador compósito do Índice de Gestores de Compras (IGC) diminuiu em agosto para um mínimo de 18 meses, situando-se em terreno contracionista pelo segundo mês consecutivo. Esta nova descida continua a ser impulsionada pelo setor da indústria transformadora, que é afetado por elevados custos energéticos, estrangulamentos no abastecimento contínuos, embora decrescentes, e pela queda da procura (gráfico 5, painel a). O IGC para os serviços caiu em agosto para um nível que indica uma estagnação da atividade, o que sugere que os efeitos positivos da recuperação pós-pandemia das despesas de consumo em serviços estão a diminuir, atenuados pelas pressões sobre o custo de vida, apesar do impacto ainda favorável da atividade turística nos meses de verão. Além disso, os estrangulamentos relacionados com a escassez de mão de obra intensificaram-se consideravelmente no setor dos serviços. Os indicadores de confiança mais recentes apontam também para um abrandamento da dinâmica de crescimento entre setores no terceiro trimestre. A nova queda do Indicador de Sentimento Económico disponibilizado pela Comissão Europeia em agosto deveu-se, em grande medida, a um enfraquecimento significativo da confiança na indústria e, em menor grau, nos serviços (gráfico 5, painel b). A confiança dos consumidores melhorou ligeiramente em agosto, face ao mínimo histórico registado em julho. No entanto,

permanece abaixo do seu anterior mínimo atingido no início da crise do coronavírus (COVID-19). Esta evolução mais recente reflete as atuais preocupações das famílias quanto aos elevados preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, num contexto de grande incerteza em torno do impacto da guerra na Ucrânia.

### Gráfico 5 Indicadores baseados em inquéritos entre setores da economia

(painel a: saldos em percentagem; painel b: saldos em percentagem, fevereiro 2020 = 100)



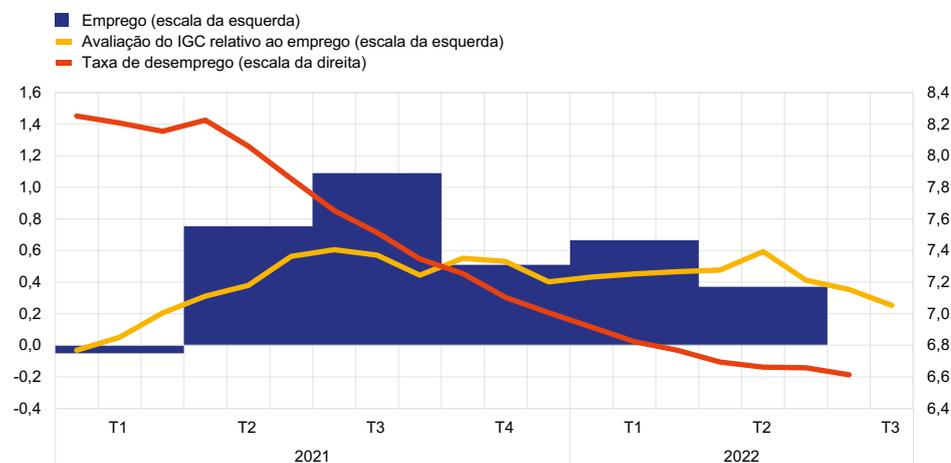
Fontes: S&P Global (painel a), Comissão Europeia e cálculos do BCE (painel b).  
Notas: Por "serviços com uma grande componente de contacto" entende-se os de alojamento e restauração. As últimas observações referem-se a agosto de 2022.

**Paralelamente, o mercado de trabalho permaneceu robusto, apoiando a atividade económica.** O emprego total aumentou 0,4%, em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre de 2022, após um aumento de 0,7% no primeiro trimestre. Tal implica um aumento do número de pessoas empregadas na ordem de 2,7 milhões entre o quarto trimestre de 2019 e o segundo trimestre de 2022. O nível do emprego total está agora em linha com o que indicaria a sua relação histórica com o PIB real. As horas trabalhadas aumentaram 0,6% no segundo trimestre de 2022, situando-se agora 0,6% acima dos níveis anteriores à pandemia observados no quarto trimestre de 2019. A taxa de desemprego situou-se em 6,6% em julho de 2022, ou seja, ligeiramente (0,1 pontos percentuais) abaixo do nível de junho e cerca de 0,8 pontos percentuais abaixo do nível pré-pandemia observado em fevereiro de 2020 (gráfico 6). O recurso a regimes de manutenção de postos de trabalho também continuou a diminuir e foi estimado em 0,9% da população ativa no segundo trimestre de 2022, face a 1,4% no primeiro trimestre. Tal compara com mais de 15% da população ativa em regimes de manutenção de postos de trabalho no segundo trimestre de 2020. O mercado de trabalho da área do euro fortaleceu-se consideravelmente desde o início da pandemia. Em particular, no primeiro trimestre de 2022 havia um posto de trabalho disponível por cada três trabalhadores desempregados e, em julho de 2022, mais de 33% das empresas da área do euro reportaram que a escassez de mão de obra estava a limitar a sua produção. Esta evolução foi generalizada a todos os setores.

## Gráfico 6

### Emprego, indicador do IGC relativo ao emprego e taxa de desemprego na área do euro

(escala da esquerda: taxas de variação trimestrais em cadeia (%), índice de difusão; escala da direita: percentagens da população ativa)



Fontes: Eurostat, S&P Global e cálculos do BCE.

Notas: As duas linhas indicam a evolução mensal; as barras representam os dados trimestrais. O IGC é expresso num desvio face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2022 para o emprego, a agosto de 2022 para o IGC e a julho de 2022 para a taxa de desemprego.

#### Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho apontam para a continuação do crescimento do emprego, não obstante alguns sinais de enfraquecimento.

O indicador mensal do IGC compósito do emprego situou-se em 52,5 em agosto, diminuindo 1 ponto em comparação com julho, mas permanecendo ainda acima do limiar de 50 que indica uma expansão do emprego. O indicador do IGC relativo ao emprego tem-se situado em terreno expansionista desde fevereiro de 2021. Analisando a evolução nos diferentes setores, o indicador do IGC relativo ao emprego aponta para a continuação, embora mais fraca, do crescimento do emprego nos setores da indústria e dos serviços e para uma descida do emprego na construção.

#### Após a recuperação no segundo trimestre, o consumo privado enfrenta fatores adversos significativos decorrentes de uma inflação e uma incerteza elevadas.

O consumo privado cresceu 1,3% no segundo trimestre, apoiado pela reabertura de setores com uma grande componente de contacto. Contudo, o consumo de bens manteve-se fraco, uma vez que continuou a ser afetado por uma inflação elevada e por constrangimentos no abastecimento. As vendas a retalho diminuíram 0,8% no segundo trimestre de 2022, após uma queda de 0,6% no primeiro trimestre do ano, e os registos de automóveis novos permaneceram significativamente (31,4%) abaixo do seu nível anterior à pandemia no segundo trimestre. O consumo de bens deverá permanecer fraco no terceiro trimestre, depois de as vendas a retalho em julho se situarem 0,2% abaixo da sua média mensal no segundo trimestre. A confiança dos consumidores voltou a diminuir no terceiro trimestre, refletindo as atuais preocupações económicas das famílias. Em contraste com os bens, a despesa em serviços foi substancial no segundo trimestre, num contexto de menor restritividade das restrições resultantes da pandemia e da reabertura de setores com uma grande componente de contacto, incluindo o turismo. No entanto, os efeitos positivos da reabertura sobre o

crescimento do consumo privado parecem estar a desvanecer-se. Os últimos inquéritos da Comissão Europeia às empresas e aos consumidores indicam que a procura de serviços de alojamento, restauração e viagens deverá expandir-se mais lentamente no terceiro trimestre.

**As poupanças das famílias estão a ajudar, em parte, a atenuar o impacto de uma inflação muito elevada.** No primeiro trimestre de 2022, as poupanças acumuladas superiores aos níveis anteriores à pandemia ascendiam a cerca de 850 mil milhões de euros. Estas poupanças deverão contribuir, em certa medida, para regularizar o consumo face a uma queda dos rendimentos reais. No entanto, as famílias nos grupos com menores rendimentos acumularam poupanças relativamente diminutas e poderão ter de reduzir ou gastar as suas atuais poupanças. Essas famílias estão muito expostas a choques sobre o preço dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, mesmo que beneficiem de medidas orçamentais de apoio ao rendimento. Em contraste, as famílias com rendimentos médios a elevados poderão utilizar as suas poupanças acumuladas para fins de despesa. Contudo, o inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores de julho sugere que as famílias reviram fortemente em alta a sua perceção da necessidade de uma reserva de poupança por motivos de precaução. Além disso, prevê-se que a inflação elevada conduza a uma erosão mais rápida do *stock* acumulado de poupanças em termos reais.

**Prevê-se que o investimento das empresas abrande, após um aumento robusto no segundo trimestre de 2022 impulsionado pela componente de equipamento de transporte.** O investimento em outros setores exceto construção aumentou 1,8%, em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre, à medida que o fabrico de veículos automóveis recuperava no contexto de uma atenuação gradual dos estrangulamentos no abastecimento. O investimento em outros setores exceto construção aumentou no segundo trimestre em todos os grandes países da área do euro exceto Espanha. Apesar de uma ligeira descida recente, os produtores de bens de investimento da área do euro ainda detêm um grande *stock* de encomendas em curso, como indicado pela carteira de encomendas da Comissão Europeia e pelos indicadores de operações comerciais em curso, que permaneceram muito acima da média até agosto. Os dados dos inquéritos da Comissão Europeia sugerem que o principal fator limitativo da produção, apesar de algumas melhorias recentes, continua a ser a falta de material e/ou equipamento, enquanto a procura não é vista como uma restrição. No entanto, a incerteza relacionada com a guerra na Ucrânia, os preços mais elevados dos produtos energéticos, o aumento do custo de financiamento e o risco de racionamento do gás implicam um abrandamento substancial no terceiro trimestre de 2022. Em julho, o IGC para a indústria transformadora e o IGC relativo a novas encomendas (ou seja, o fluxo de novas encomendas) de bens de investimento continuaram a descer, situando-se firmemente em níveis contracionistas. Embora as condições de financiamento ainda sejam favoráveis, o custo dos empréstimos para as empresas aumentou fortemente desde o início da guerra na Ucrânia. Espera-se que o investimento das empresas regresse a um crescimento dinâmico no decurso de 2023, apoiado, em parte, por fundos do programa “NextGenerationEU” (NGEU).

**O investimento em habitação diminuiu ligeiramente no segundo trimestre de 2022 e é provável que permaneça fraco no curto prazo.**

O investimento em habitação diminuiu 0,4% no segundo trimestre de 2022, em comparação com o primeiro trimestre, altura em que aumentou 2,8% em termos trimestrais em cadeia. O indicador da Comissão Europeia da recente atividade de construção continuou a descer, em média, em julho e agosto, em comparação com o segundo trimestre, enquanto o IGC para a construção residencial registou uma nova queda para níveis de crescimento negativo. As carteiras de encomendas das empresas parecem ainda estar bem preenchidas, como indicado no inquérito da Comissão Europeia até agosto, o que deverá apoiar a atividade de construção nos próximos meses. No entanto, as empresas continuam a ser significativamente afetadas pela escassez de oferta, uma vez que a perceção dos limites da produção devido à escassez de mão de obra atingiu um novo máximo histórico em agosto, enquanto os estrangulamentos em termos de equipamento e material diminuíram apenas ligeiramente. Além disso, as intenções de curto prazo das famílias de renovar e comprar ou construir uma habitação voltaram a cair no terceiro trimestre, indicando uma procura mais fraca. Tal reflete-se também num novo aumento da percentagem de empresas que reportaram uma procura insuficiente como um fator limitativo da produção, a par da continuação da descida das novas encomendas, como indicado pelo IGC para a construção. O enfraquecimento da procura está a ocorrer num contexto de maior incerteza, custos de construção significativamente mais elevados, queda dos rendimentos reais e condições de financiamento mais restritivas (ver caixa 4), o que deverá pesar cada vez mais sobre o investimento em habitação no futuro.

**O comércio da área do euro perdeu algum dinamismo à medida que as exportações extra-área do euro abrandavam, enquanto as perspetivas apontam para um comércio moderado devido ao enfraquecimento da procura de exportações da indústria transformadora e de serviços.**

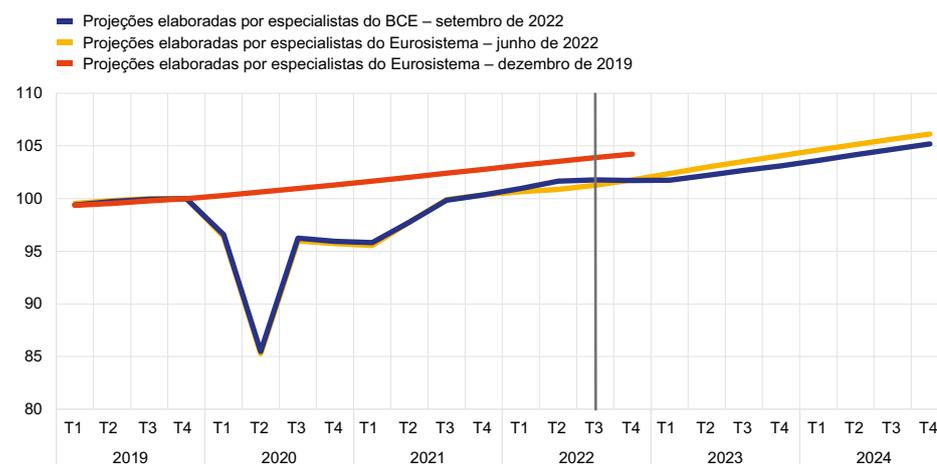
Em junho, as exportações de bens extra-área do euro nominais diminuíram após uma forte expansão no mês anterior, enquanto o crescimento das importações extra-área do euro abrandou em ambos os meses. O défice no comércio de bens da área do euro estabilizou, enquanto a balança corrente corrigida de sazonalidade regressou a um excedente, apoiada por um aumento da balança comercial de serviços. O forte desempenho das exportações em maio e o abrandamento em junho foram principalmente impulsionados pelas exportações de produtos químicos para os Estados Unidos, o que se ficou provavelmente a dever à reconstituição temporária de existências por parte dos importadores daquele país. Os indicadores de curto prazo do transporte marítimo e dos inquéritos sugerem que os estrangulamentos no abastecimento – embora ainda em níveis elevados – podem estar a diminuir. No entanto, as perspetivas de curto prazo apontam para uma nova deterioração do comércio da área do euro, devido a descidas simultâneas da procura de exportações da indústria transformadora e de serviços, como indicado pelo IGC relativo a novas encomendas de exportações, que se situava em níveis contracionistas para ambos os setores em julho e agosto. O dinamismo da recuperação do comércio de serviços, embora ainda apoiado por uma época turística forte, registou uma moderação, à medida que a escassez de mão de obra e as descidas dos rendimentos reais se tornavam um entrave mais restritivo à atividade.

**Para além do curto prazo, o crescimento económico da área do euro deverá recuperar gradualmente após a dissipação dos fatores adversos que pesam sobre a atividade durante o inverno de 2022/2023.** A incerteza em torno destas perspetivas permanece elevada. As projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE indicam que o crescimento real anual do PIB se situará em 3,1% em 2022, 0,9% em 2023 e 1,9% em 2024 (gráfico 7). Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento foram revistas em alta para 2022 e em baixa para 2023 e 2024. Projeta-se que o crescimento trimestral em cadeia do PIB real seja de 1,4% no quarto trimestre de 2022, 1,4% no quarto trimestre de 2023 e 2% no quarto trimestre de 2024. Tal demonstra que a taxa de crescimento média projetada do PIB real para 2022 é fortemente influenciada por efeitos de repercussão positivos de um primeiro semestre dinâmico, enquanto a taxa de crescimento média projetada do PIB real para 2023 é fortemente influenciada pelo abrandamento esperado no segundo semestre de 2022.

### Gráfico 7

#### PIB real da área do euro (incluindo projeções)

(índice: quarto trimestre de 2019 = 100; dados trimestrais corrigidos de sazonalidade e de dias úteis)



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE - setembro de 2022](#).

Nota: A linha vertical indica o início das projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE.

### 3 Preços e custos

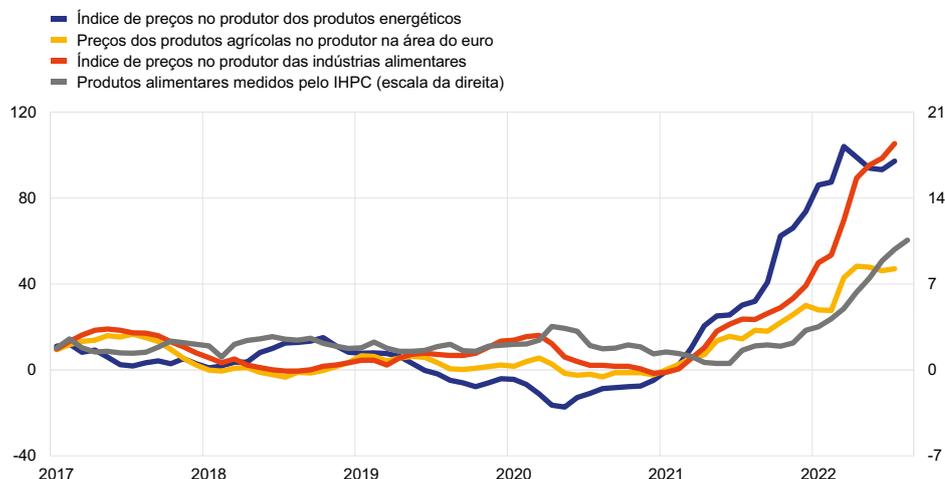
*A inflação voltou a aumentar, para 9,1% em agosto, tendo a inflação dos preços dos produtos energéticos continuado a ser a componente dominante da inflação global. A subida muito acentuada dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, os estrangulamentos no abastecimento e as pressões sobre a procura em alguns setores, devido à reabertura da economia, ainda estão a fazer subir a inflação. As pressões sobre os preços continuaram a ganhar força e a generalizar-se ao conjunto da economia, podendo a inflação voltar a subir no curto prazo. Com o desvanecimento ao longo do tempo dos atuais fatores impulsionadores da inflação e a repercussão da normalização da política monetária na economia e na fixação de preços, a inflação descera. Numa análise prospetiva, a inflação foi revista significativamente em alta nas projeções de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, esperando-se agora que esta seja, em média, de 8,1% em 2022, 5,5% em 2023 e 2,3% em 2024. A inflação excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá atingir 3,9% em 2022, 3,4% em 2023 e 2,3% em 2024. A maioria das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo situa-se atualmente em torno de 2%, embora as recentes revisões, acima do objetivo, de alguns indicadores justifiquem um acompanhamento constante.*

**De acordo com a estimativa provisória do Eurostat para agosto, a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) aumentou novamente, para 9,1%, face a 8,9% em julho.** O aumento em agosto deveu-se principalmente a novos aumentos da inflação dos preços dos produtos alimentares medida pelo IHPC e da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares. A taxa de variação homóloga da inflação dos preços dos produtos energéticos medida pelo IHPC diminuiu, mas manteve-se excecionalmente elevada em 38,3%. Esta componente do cabaz continuou a representar quase metade da inflação global. A inflação dos preços dos produtos energéticos manteve-se alta devido aos níveis elevados dos preços do petróleo, do gás e da eletricidade, aliados a margens de refinação do gasóleo e de distribuição dos combustíveis para transporte privado anormalmente elevadas. Os indicadores baseados no mercado sugerem que, no curto prazo, os preços do petróleo registarão uma moderação, enquanto os preços do gás por grosso permanecerão extraordinariamente elevados. A inflação dos preços dos produtos alimentares aumentou consideravelmente, de 9,8% em julho para 10,6% em agosto, refletindo os elevados preços mundiais das matérias-primas alimentares e dos produtos agrícolas no produtor na área do euro. As pressões sobre os preços dos produtos alimentares são cada vez mais impulsionadas pelos custos mais elevados dos fatores de produção dos produtos energéticos e dos fertilizantes – como também é visível na dinâmica dos preços no produtor (gráfico 8) – bem como por perturbações no comércio de matérias-primas alimentares e condições meteorológicas adversas.

## Gráfico 8

### Pressões sobre os custos dos fatores de produção dos produtos energéticos e dos produtos alimentares

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Eurostat.

Nota: As últimas observações referem-se a agosto de 2022 (estimativas provisórias) para os produtos alimentares medidos pelo IHPC e a julho de 2022 no que respeita às restantes rubricas.

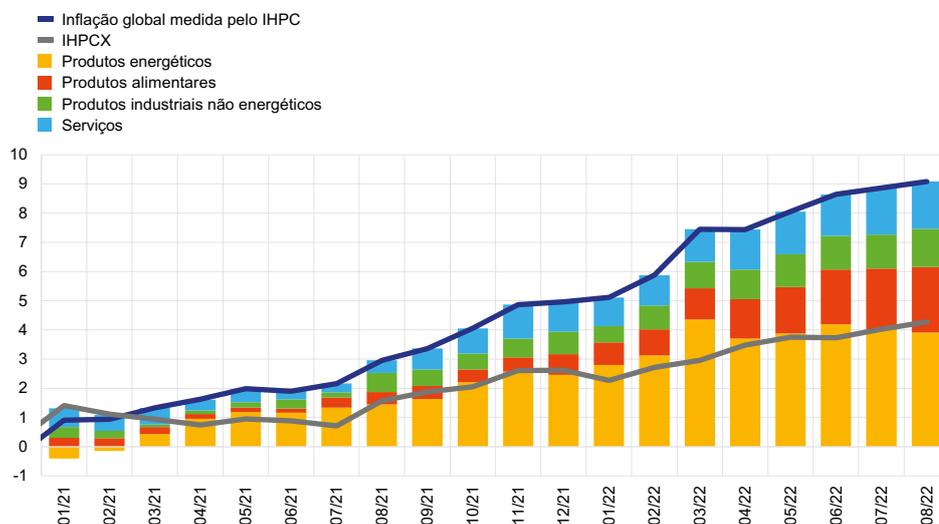
**A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) aumentou novamente em agosto, para 4,3%, refletindo uma subida da inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos e dos serviços (gráfico 9).** Também neste caso, os custos mais elevados dos

fatores de produção, decorrentes da subida pronunciada dos preços dos produtos energéticos, continuaram a ser um importante fator. A inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos atingiu um novo pico, refletindo ainda, em parte, as perturbações em curso no abastecimento mundial. A inflação dos serviços também registou um aumento, com o impacto dos preços dos produtos energéticos em rubricas como os transportes a ser agravado pelo impacto do aumento acentuado dos preços dos produtos alimentares em rubricas como serviços de fornecimento de refeições (*catering*) e dos efeitos da reabertura sobre rubricas como o alojamento. Estes efeitos mais do que compensaram o impacto temporário em sentido descendente de medidas governamentais como o passe para os transportes públicos a 9 euros na Alemanha (que expirou em agosto).

## Gráfico 9

### Inflação global e respetivas componentes principais

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a agosto de 2022 (estimativas provisórias).

### As medidas da inflação subjacente mantêm-se em níveis elevados

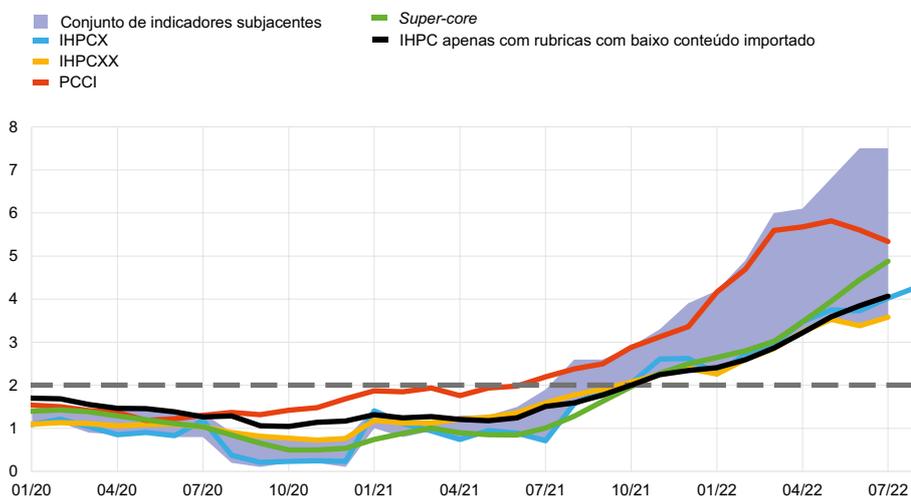
(gráfico 10). Tal reflete a propagação das pressões sobre os preços a cada vez mais setores e rubricas do IHPC, devido, em parte, ao impacto dos custos energéticos elevados no conjunto da economia. Dentro do vasto conjunto de indicadores, a maior parte das medidas baseadas na exclusão continuou a aumentar. A inflação medida pelo IHPCX aumentou de 4,0% em julho de 2022 para 4,3% em agosto. Outras medidas apenas se encontram disponíveis até julho. A inflação medida pelo IHPCXX (que exclui produtos energéticos, produtos alimentares, rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado) aumentou para 3,6% em julho, após uma descida no mês anterior. O indicador *super-core*, que compreende rubricas do IHPC sensíveis ao ciclo, aumentou para 4,9%, de 4,5% em junho, enquanto a componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) voltou a diminuir, para 5,3%, em julho. As taxas mensais em cadeia do PCCI têm registado um movimento globalmente lateral. Ainda assim, as taxas mensais em cadeia do PCCI persistentemente elevadas continuam a indicar uma forte dinâmica da inflação subjacente em sentido ascendente até julho. O indicador da inflação interna, que representa a evolução dos preços das rubricas do IHPC com menor conteúdo importado, aumentou de novo, tendo ultrapassado 4% em julho<sup>2</sup>. É provável que o passe para os transportes públicos a 9 euros na Alemanha tenha tido um impacto em sentido descendente sobre as medidas da inflação subjacente, como o IHPCX, entre junho e agosto, que se espera registre uma inversão em setembro. Simultaneamente, continua a ser incerta a persistência dos níveis elevados destas diferentes medidas e indicadores. Grande parte do impulso em sentido ascendente da dinâmica da inflação subjacente pode ser imputada a efeitos indiretos do aumento súbito dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares e

<sup>2</sup> Ver a caixa intitulada [Um novo indicador da inflação interna para a área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 4, 2022.

da evolução excecional do equilíbrio entre a oferta e a procura relacionada com a pandemia e a invasão da Ucrânia pela Rússia.

### Gráfico 10 Indicadores da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O conjunto de indicadores da inflação subjacente inclui IHPC excluindo produtos energéticos, IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não transformados, IHPCX (IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares), IHPCXX (IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado), as médias aparadas de 10% e 30% e a mediana ponderada. As últimas observações referem-se a agosto de 2022 (estimativas provisórias) para o IHPCX e a julho de 2022 no que respeita às restantes rubricas.

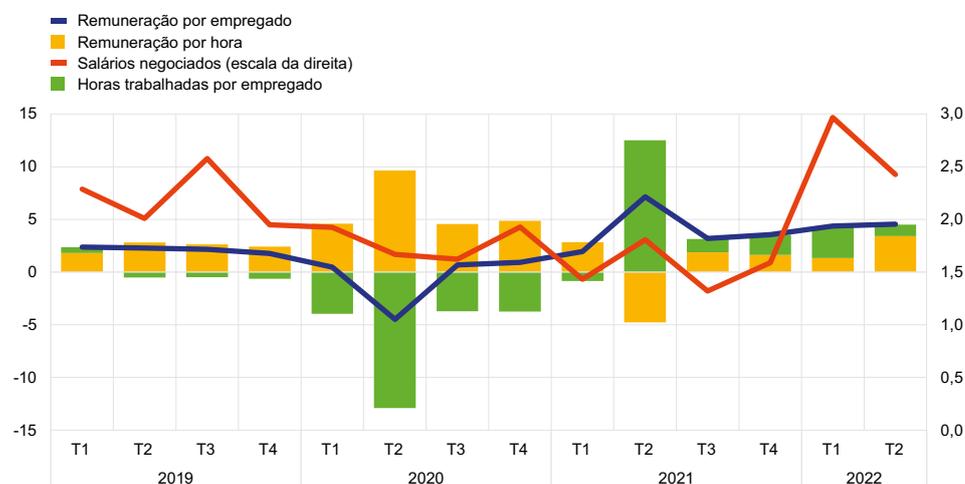
### Os dados mais recentes relativos aos salários negociados continuam a apontar para uma dinâmica salarial relativamente moderada (gráfico 11).

O crescimento dos salários negociados desceu para 2,4% no segundo trimestre de 2022, o que compara com 3,0% no trimestre anterior. Contudo, este movimento em sentido descendente não é totalmente indicativo da dinâmica subjacente, uma vez que os acordos salariais também incluem pagamentos pontuais que podem conduzir a uma volatilidade substancial das taxas de crescimento homólogas. A diminuição do crescimento dos salários negociados no segundo trimestre deveu-se principalmente à evolução na Alemanha e a efeitos de base resultantes de avultados pagamentos pontuais desembolsados em junho de 2021. Informações mais recentes sobre os acordos salariais celebrados desde o início de 2022 apontam para algum fortalecimento da dinâmica salarial, embora o crescimento dos salários permaneça contido em comparação com as atuais taxas de inflação. A evolução salarial efetiva medida em termos de remuneração por empregado voltou a fortalecer-se no segundo trimestre de 2022, aumentando para 4,6% face a 4,4% no trimestre anterior. Tal ficou a dever-se a um forte aumento da taxa de crescimento homóloga da remuneração por hora, que se situou em 3,4% no segundo trimestre, face a 1,3% no primeiro trimestre de 2022 (impulsionada por efeitos de base). O aumento da média de horas trabalhadas continuou a apoiar o crescimento da remuneração por empregado. As distorções associadas a estes indicadores relacionadas com a pandemia estão a diminuir, uma vez que os efeitos das medidas governamentais relacionadas com regimes de manutenção de postos de trabalho continuaram a diminuir.

## Gráfico 11

### Desagregação da remuneração por empregado em remuneração por hora e horas trabalhadas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2022.

### As pressões acumuladas sobre a inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos permanecem fortes, sendo provável que a transmissão dos custos aos preços se tenha tornado mais rápida (gráfico 12).

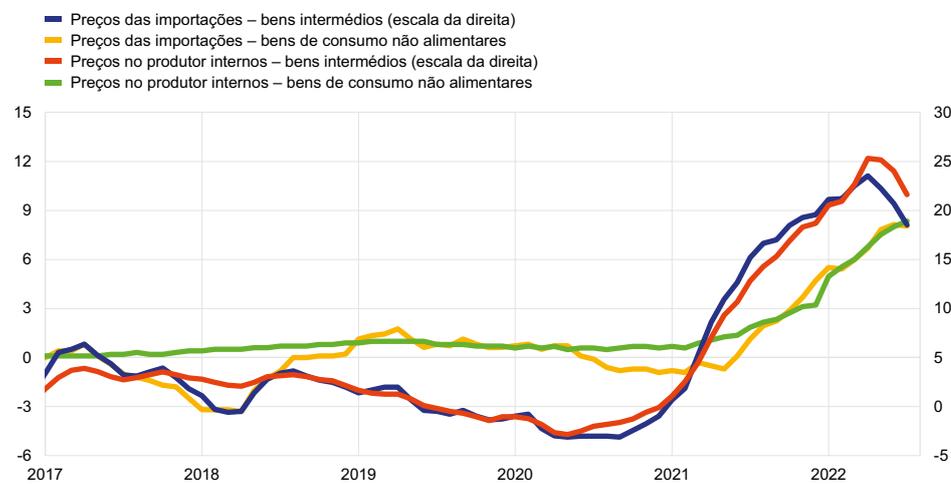
Os dados para julho sugerem que, embora as pressões nas fases iniciais da cadeia de preços dos produtos industriais não energéticos tenham diminuído, aumentaram de novo nas fases mais avançadas. A taxa de crescimento homóloga dos preços das importações de bens intermédios diminuiu pela segunda vez consecutiva desde meados de 2020 para 18,5% em julho de 2022, face a 20,7% em junho. A taxa de crescimento homóloga dos preços no produtor das vendas internas de bens intermédios voltou a diminuir em julho de 2022, para 21,6%, face a 23,8% no mês anterior. As taxas de crescimento dos preços das importações e dos preços internos no produtor de bens de consumo não alimentares apresentaram sinais algo contraditórios: os preços das importações desceram ligeiramente para 8,0% em julho, enquanto os preços no produtor aumentaram para 8,3%. Este valor mantém-se excepcionalmente elevado em comparação com a taxa média anual de 0,5% no período de 2001 a 2019. A dinâmica dos preços das importações permanece elevada, refletindo em parte a acumulação de pressões inflacionistas devido à depreciação do euro. Uma análise atualizada da transmissão dos preços no produtor de bens de consumo não alimentares sugere que esta é atualmente mais rápida do que no passado e que a inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos poderá enfrentar novas pressões em sentido ascendente este ano<sup>3</sup>. Tal está em linha com os dados sobre as expectativas dos preços de venda de bens de consumo, que permanecem elevadas apesar de uma ligeira moderação ao longo dos últimos quatro meses.

<sup>3</sup> Ver a caixa intitulada [Recent developments in pipeline pressures for non-energy industrial goods inflation in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2021.

## Gráfico 12

### Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a julho de 2022.

### **A maioria das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo situa-se atualmente em torno de 2%, embora as recentes revisões, acima do objetivo, de alguns indicadores justifiquem um acompanhamento constante.**

As medidas baseadas em inquéritos das expectativas de inflação a mais longo prazo continuaram a aumentar gradualmente, atingindo níveis em torno ou ligeiramente acima de 2%, enquanto as medidas baseadas no mercado desceram para além dos prazos muito curtos, num contexto de volatilidade significativa (gráfico 13).

De acordo com o inquérito a analistas profissionais (*Survey of Professional Forecasters – SPF*) do BCE de julho 2022, as expectativas de inflação a mais longo prazo (para 2026) aumentaram de novo, para 2,2%, enquanto as da Consensus Economics se situaram em 2,1% em julho, face a 1,9% no trimestre anterior.

Ao mesmo tempo, tanto a mediana como a expectativa mais provável no SPF permaneceram em 2,0%. No último inquérito do BCE a analistas monetários, as expectativas de inflação de médio a longo prazo mantiveram-se inalteradas em 2,0% em julho. O inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores mostrou que as expectativas de inflação a mais longo prazo (com uma antecedência de 3 anos) das famílias voltaram a aumentar em julho<sup>4</sup>. Durante o período em análise, as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação (com base no IHPC excluindo o tabaco) acabaram por descer para além dos prazos muito curtos, num contexto de consolidação das expectativas de continuação da normalização da política monetária e de preocupações quanto a um abrandamento do crescimento económico no futuro. As descidas das medidas de compensação pela inflação ocultam uma volatilidade substancial ao longo do período em análise. Em particular, os prazos de curto prazo apresentaram-se voláteis, uma vez que aumentaram na sequência da subida muito acentuada dos custos da eletricidade, voltando a cair após a divulgação de notícias sobre as iniciativas de política da UE para conter a crise energética. De acordo com estas

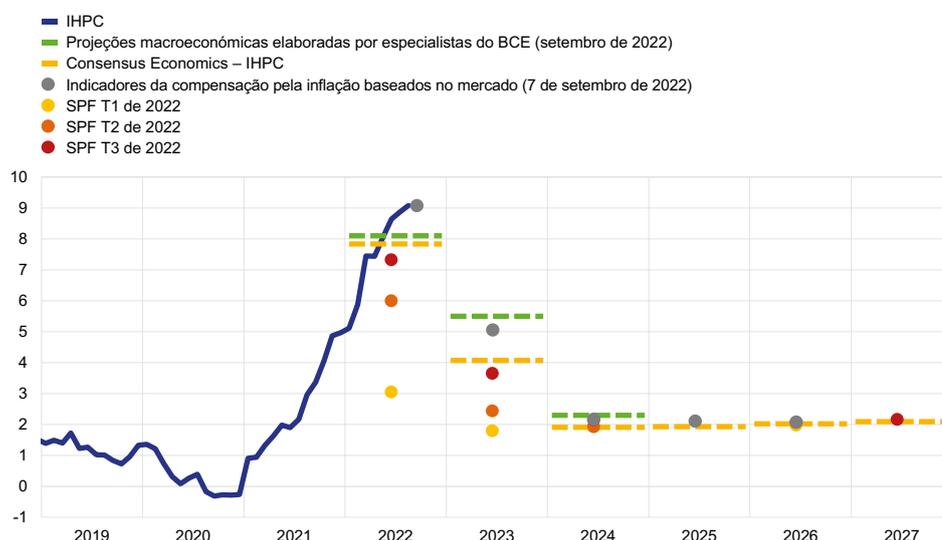
<sup>4</sup> Ver comunicado intitulado [ECB Consumer Expectations Survey results – July 2022](#), 2 de setembro de 2022.

medidas baseadas no mercado, espera-se agora que a inflação regresse a cerca de 2% no decurso de 2024 e permaneça próximo desse nível, com a taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos a situar-se em 2,2%. Acima de tudo, as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação não constituem uma medida direta das expectativas de inflação efetivas dos participantes no mercado, uma vez que contêm prémios de risco de inflação para compensar a incerteza quanto à inflação. A estabilidade relativa das medidas baseadas em inquéritos das expectativas de inflação a longo prazo, isentas de prémios de risco de inflação, sugere que a atual volatilidade das medidas de longo prazo baseadas no mercado reflete predominantemente variações nos prémios de risco de inflação.

### Gráfico 13

#### Indicadores das expectativas de inflação baseados em inquéritos e indicadores da compensação pela inflação baseados no mercado

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Inquérito a Analistas Profissionais (SPF), Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE e cálculos do BCE.

Notas: Os indicadores baseados no mercado das séries da compensação pela inflação têm por base a taxa de inflação à vista a 1 ano, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 1 ano, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 2 anos, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 3 anos e a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 4 anos. As últimas observações sobre os indicadores da compensação pela inflação baseados no mercado referem-se a 7 de setembro de 2022. O SPF relativo ao terceiro trimestre de 2022 foi realizado entre 1 e 5 de julho de 2022. A data de fecho das previsões a longo prazo da Consensus Economics foi julho de 2022 para 2024, 2025, 2026 e 2027 e agosto de 2022 para 2022 e 2023. A data de fecho dos dados incluídos nas projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE foi 25 de agosto de 2022. As últimas observações para o IHPC referem-se a agosto de 2022 (estimativas provisórias).

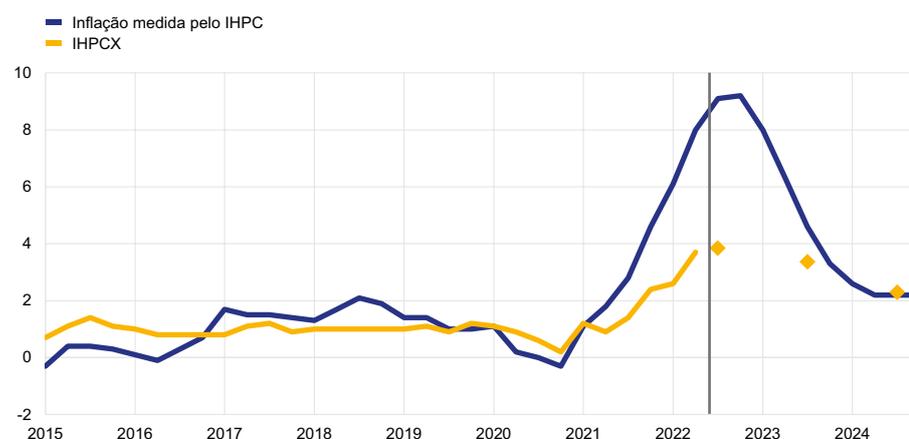
**As projeções macroeconómicas de setembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE preveem que a inflação global permaneça elevada no curto prazo, antes de regressar a médias de 5,5% em 2023 e 2,3% em 2024 (gráfico 14).** Analisando a taxa de crescimento homóloga da inflação no quarto trimestre do ano, projeta-se que a mesma se situe em 9,2% em 2022, 3,3% em 2023 e 2,2% em 2024. A inflação continua a subir de forma muito acentuada, na sequência de novos choques consideráveis sobre a oferta, que estão a repercutir-se nos preços no consumidor a um ritmo mais célere do que no passado. Espera-se que a inflação medida pelo IHPC global se mantenha acima de 9% durante o resto de 2022, devido aos preços extremamente elevados dos produtos energéticos e das matérias-primas alimentares, associados a pressões

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

#### Gráfico 14

##### Inflação medida pelo IHPC na área do euro e IHPCX (incluindo projeções)

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2022.  
 Notas: A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2022 (dados) e ao quarto trimestre de 2024 (projeções). A data de fecho dos dados incluídos nas projeções foi 25 de agosto de 2022. Os dados históricos para a inflação medida pelo IHPC e para o IHPCX são de periodicidade trimestral. Os dados das previsões são de periodicidade trimestral para a inflação medida pelo IHPC e de periodicidade anual para o IHPCX.

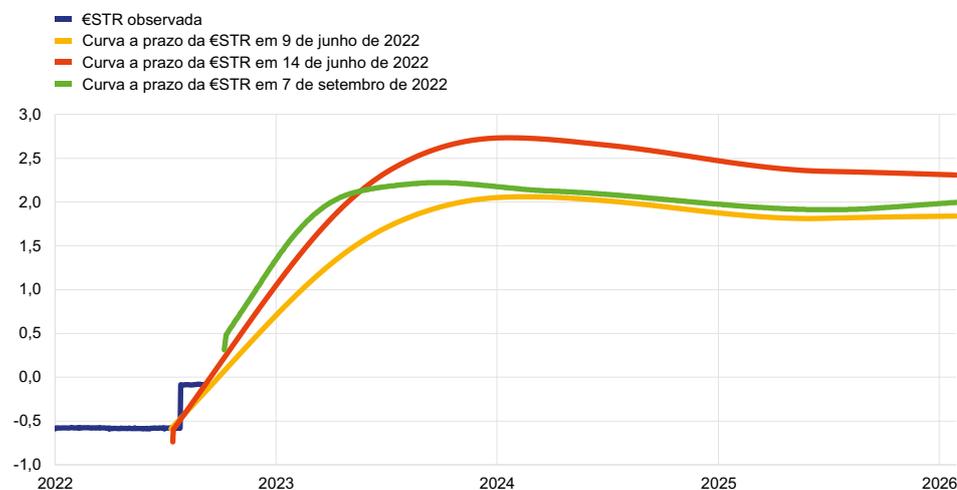
*Ao longo do período em análise (9 de junho a 7 de setembro de 2022), os preços dos ativos da área do euro apresentaram-se voláteis, à medida que os participantes no mercado refletiam sobre as implicações das pressões inflacionistas elevadas e sobre o risco de ocorrência de uma recessão para a trajetória futura esperada para a política das taxas de juro diretoras do banco central. Em última análise, as taxas isentas de risco da área do euro subiram à medida que os participantes no mercado reviam as suas expectativas no sentido de um aumento mais rápido e mais pronunciado da restritividade da política monetária. As taxas de longo prazo isentas de risco também aumentaram. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas cresceram em paralelo com as taxas isentas de risco, à medida que os diferenciais das obrigações soberanas registavam muito pouca variação, apresentando, simultaneamente, alguma volatilidade em países selecionados. As taxas mais altas e a deterioração das perspetivas de crescimento afetaram os ativos de maior risco das empresas, tendo os diferenciais das obrigações de empresas a nível europeu sido mais alargados e os preços das ações mais baixos, de um modo geral. O euro continuou a registar uma depreciação em termos ponderados pelo comércio devido a preocupações acerca do crescimento na área do euro, com a taxa de câmbio EUR/USD a apresentar-se ligeiramente abaixo da paridade.*

**Desde a reunião de junho do Conselho do BCE, as taxas isentas de risco de curto prazo da área do euro cresceram, à medida que os participantes no mercado reviam as suas expectativas no sentido de um aumento mais rápido e mais pronunciado da restritividade da política monetária.** No período em análise, a €STR registou uma média de -34 pontos base e a liquidez excedentária diminuiu aproximadamente 39 mil milhões de euros, para 4578 mil milhões de euros. A curva a prazo dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* – com base na €STR – exibiu um padrão volátil. De um modo geral, num contexto em que as preocupações com a inflação superavam o risco crescente de ocorrência de uma recessão, a curva a prazo dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* apontava cada vez mais para expectativas de um aumento mais rápido e mais pronunciado da restritividade da política de taxas de juro do BCE (gráfico 15). No final do período em análise, registaram-se com subidas cumulativas da curva a prazo dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight*, num total de cerca de 150 pontos base até ao final de 2022 e atingindo um pico de 2,2%, aproximadamente, em finais de 2023.

## Gráfico 15

### Taxas implícitas nos contratos a prazo da €STR

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Nota: A curva a prazo é calculada utilizando as taxas dos swaps indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR.

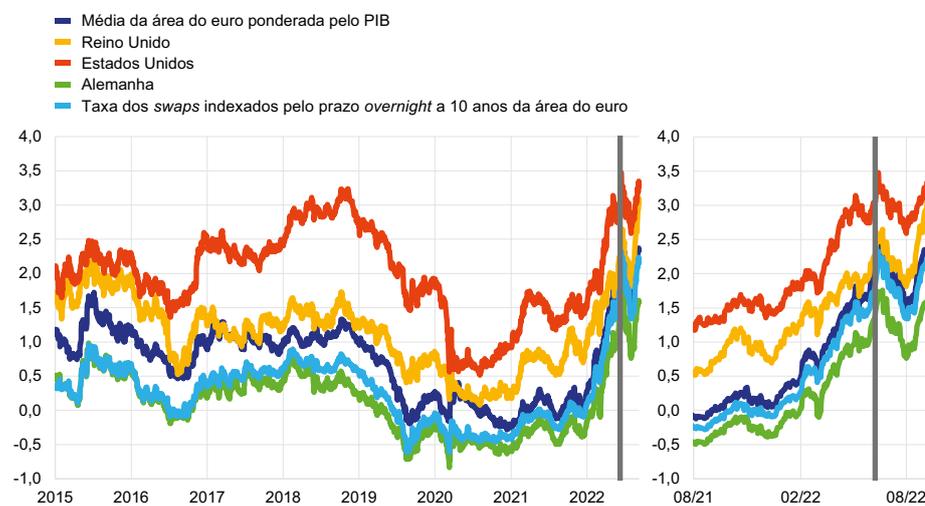
### As taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo aumentaram em resposta à reavaliação pelo mercado das expectativas para a futura trajetória da política monetária (gráfico 16).

Durante o período em análise, as taxas de rendibilidade das obrigações de mais longo prazo a nível mundial flutuaram acentuadamente, à medida que os participantes no mercado reconsideravam continuamente as expectativas para a política do banco central em resposta a quaisquer notícias sobre a inflação e perspectivas de crescimento. No geral, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo da área do euro aumentaram ligeiramente: a taxa de rendibilidade média das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB cresceu, situando-se em cerca de 2,3%, 16 pontos base acima do valor registado por ocasião da reunião de junho do Conselho do BCE. De igual modo, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos dos Estados Unidos, do Reino Unido e da Alemanha subiram 22, 71 e 14 pontos base, para cerca de 3,3%, 3,0% e 1,6%, respetivamente.

## Gráfico 16

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas e taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos com base na €STR

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

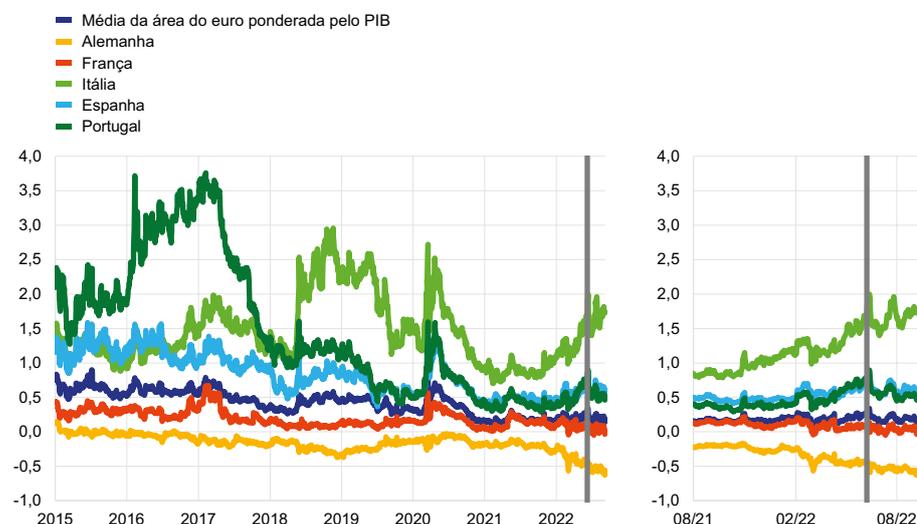
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 9 de junho de 2022. As últimas observações referem-se a 7 de setembro de 2022.

**As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro evoluíram aproximadamente em linha com as taxas isentas de risco, sendo que os diferenciais das obrigações soberanas permaneceram quase inalterados (gráfico 17).** Enquanto as taxas isentas de risco flutuaram acentuadamente durante o período em análise, o diferencial das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderado pelo PIB em relação à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* manteve-se relativamente estável, diminuindo 12 pontos base. No final do período em análise, as variações nos diferenciais das obrigações soberanas individuais diferiram ligeiramente entre países. Por exemplo, os diferenciais das obrigações soberanas a 10 anos de Itália e Portugal diminuíram em 10 e 29 pontos base, respetivamente, enquanto o diferencial das obrigações de dívida pública a 10 anos da Alemanha registou um novo decréscimo, de 14 pontos base. Ao mesmo tempo, os diferenciais das obrigações soberanas de Itália exibiram um padrão volátil, num ambiente de agudização da crise política interna, ainda que com um efeito de repercussão limitado noutras obrigações soberanas.

### Gráfico 17

Diferenciais das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro face à taxa dos swaps indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos com base na €STR

(em pontos percentuais)



### Gráfico 18

Índices de cotações de ações da área do euro e dos Estados Unidos

(índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



**As preocupações crescentes acerca das perspetivas económicas e o aumento da restritividade da política monetária continuaram a afetar os diferenciais das obrigações de empresas da área do euro, que cresceram, de um modo geral, durante o período em análise.** Ao longo do período em análise, as preocupações acerca de um abrandamento futuro do crescimento económico, algumas reduções nas expectativas de lucros e o aumento esperado da restritividade da política monetária resultaram em diferenciais ligeiramente mais elevados. De um modo

geral, os diferenciais das obrigações empresariais de elevada rentabilidade aumentaram 18 pontos base, enquanto os diferenciais das obrigações empresariais de categoria de investimento evidenciaram alguma resiliência e terminaram o período em análise 2 pontos base acima.

**Os mercados acionistas europeus diminuíram durante o período em análise, impulsionados por fatores semelhantes aos que afetavam os mercados de obrigações empresariais (gráfico 18).**

Os mercados acionistas europeus registaram flutuações ao longo do período em análise, dado que os mercados se encontravam sensíveis a quaisquer notícias sobre as perspetivas de inflação e de crescimento e as suas implicações para as políticas dos bancos centrais a nível mundial relativas às taxas de juro. Em última análise, os mercados acionistas da área do euro caíram de forma generalizada durante o período em análise. Mais especificamente, os preços das ações das sociedades não financeiras (SNF) e dos bancos da área do euro diminuíram 5,7% e 11,3%, respetivamente. Os preços das ações foram afetados negativamente por algumas revisões em baixa das expectativas de lucros, por revisões bastante negativas das expectativas de crescimento do PIB real da área do euro (possivelmente ainda não refletidas em pleno nas expectativas de lucros) e pelo nível mais elevado de taxas de juro de longo prazo. Este decréscimo nos preços das ações das SNF e dos bancos foi atenuado pela queda do prémio de risco das ações (ver a secção 5). Também nos Estados Unidos, as taxas de juro mais altas e receios da ocorrência de uma recessão levaram a uma diminuição de 3,1% nos preços das ações dos bancos, mas a uma descida de apenas 0,8% nos preços das ações das SNF, provando que estas últimas são mais resilientes.

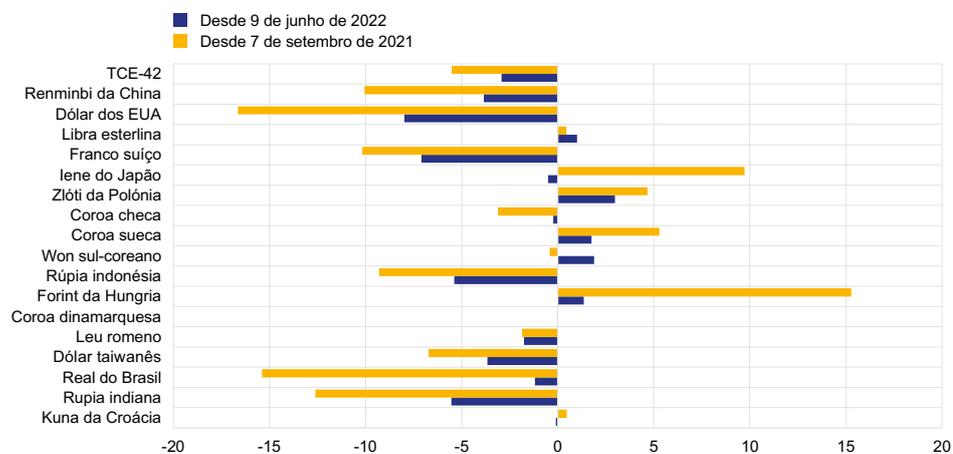
**Nos mercados cambiais, o euro continuou a depreciar-se em termos ponderados pelo comércio (gráfico 19).**

De um modo geral, durante o período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área do euro, enfraqueceu 2,9%. A fragilidade generalizada do euro também se refletiu numa depreciação de 8% face ao dólar dos Estados Unidos, com preços de transação ligeiramente abaixo da paridade no final do período em análise, num ambiente de preocupações crescentes sobre as perspetivas de crescimento para a área do euro e o aumento mais rápido da restritividade da política monetária nos Estados Unidos. O euro registou também uma depreciação face ao franco suíço e ao iene do Japão, de 7,1% e 0,5% respetivamente, registando, no entanto, uma apreciação de 1% face à libra esterlina. O euro também enfraqueceu face às moedas da maior parte das economias de mercado emergentes, incluindo a rupia indiana (5,5%) e o renminbi da China (3,8%).

## Gráfico 19

### Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas selecionadas

(variações em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-42 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Uma variação positiva (negativa) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevaletentes em 7 de setembro de 2022.

## 5 Condições de financiamento e evolução do crédito

*As taxas ativas bancárias e as condições de financiamento dos bancos têm aumentado desde o final de maio, à medida que prossegue a normalização da política monetária. A taxa de crescimento dos empréstimos às empresas foi robusta em termos nominais e os empréstimos às famílias foram sólidos, mas com sinais incipientes de moderação. No período de 9 de junho a 7 de setembro, o custo das ações para as empresas diminuiu consideravelmente, enquanto o custo do financiamento por dívida baseada no mercado aumentou. O volume total de financiamento externo das empresas registou uma subida, refletindo principalmente o aumento dos empréstimos bancários. O crescimento do agregado monetário largo prosseguiu uma tendência de moderação, refletindo o fim das compras líquidas de ativos pelo Eurosistema em julho e a fatura de produtos energéticos mais elevada para as famílias e as empresas da área do euro que reduzem o rendimento disponível.*

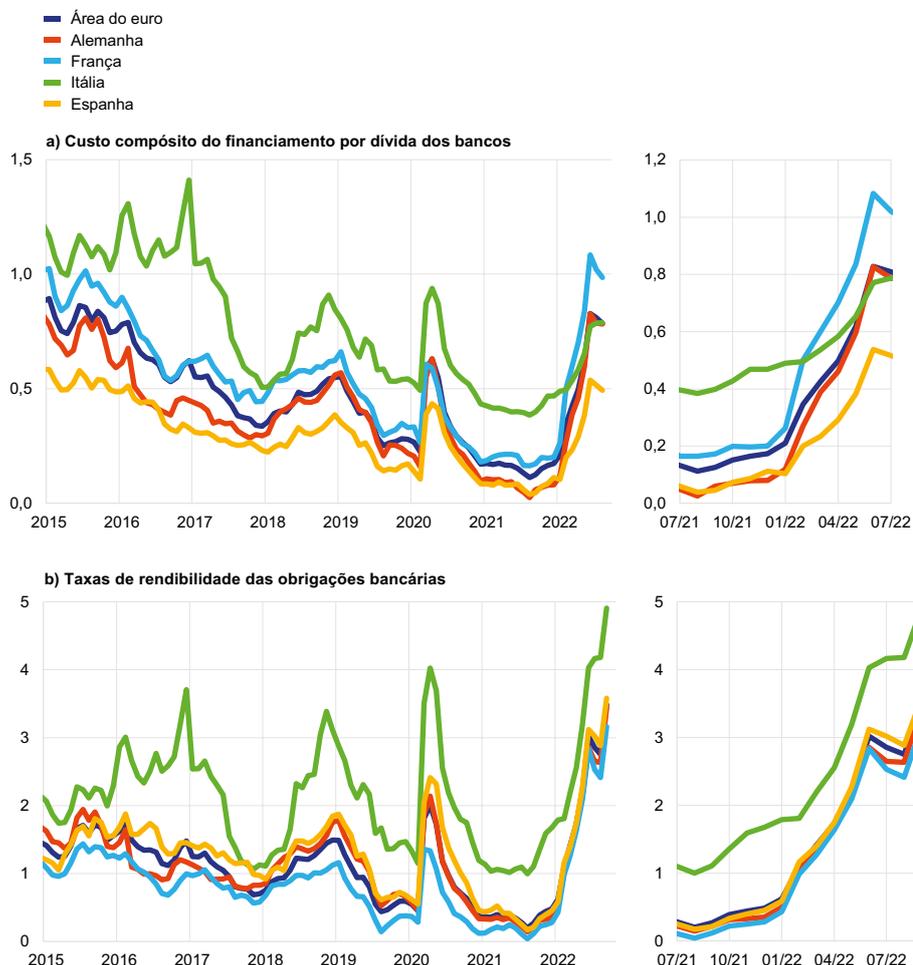
**Os custos de financiamento dos bancos da área do euro foram, em geral, mais elevados nos últimos meses, à medida que prosseguia a normalização da política monetária.** A acentuada tendência em sentido ascendente do custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro observada no início de 2022 foi interrompida em julho (gráfico 20, painel a). Desde o início de 2022, a subida das taxas isentas de risco levou ao aumento das taxas de rentabilidade das obrigações bancárias para níveis superiores aos observados antes do início de programa de compra de ativos em 2015, apesar de alguma volatilidade desde a reunião de junho do Conselho do BCE (gráfico 20, painel b). Com a recente subida das taxas de juro em julho de 2022, o BCE pôs termo às taxas de juro negativas pela primeira vez em oito anos. A maioria dos bancos começou a aumentar a remuneração dos depósitos dos seus clientes, que representam uma percentagem considerável do financiamento dos bancos da área do euro.

**Os balanços dos bancos foram, em geral, robustos, mas começam a refletir o enfraquecimento da conjuntura económica.** Os rácios de fundos próprios dos bancos regressaram aos seus níveis mais baixos registados antes da pandemia. Além disso, a rentabilidade dos bancos é apoiada por uma margem financeira mais elevada, à medida que prossegue a normalização da política monetária. Embora os bancos também tenham realizado novos progressos na redução dos respetivos rácios de créditos não produtivos, algumas medidas da qualidade dos ativos deterioraram-se. A recente descida dos rácios do preço em relação ao valor contabilístico dos bancos aponta para alguma deterioração das perspetivas para os bancos, num contexto de enfraquecimento das perspetivas económicas e de aumento do risco de crédito.

## Gráfico 20

### Taxas de financiamento bancário compósitas em países da área do euro selecionados

(percentagens homólogas)



Fontes: BCE, índices iBoxx da IHS Markit e cálculos do BCE.

Notas: As taxas de financiamento bancário compósitas são uma média ponderada do custo compósito dos depósitos e do financiamento por dívida baseada no mercado sem garantia. O custo compósito dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. As taxas de rendibilidade das obrigações bancárias são médias mensais de obrigações de tranches prioritárias. As últimas observações referem-se a julho de 2022 para as taxas de financiamento bancário compósitas e a 7 de setembro de 2022 para as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias.

**As taxas ativas bancárias aplicadas às empresas e às famílias voltaram a aumentar desde o final de maio, à medida que os bancos diminuem a sua oferta de crédito.** O aumento acentuado das taxas isentas de risco e das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública da área do euro desde o início de 2022 fez subir as taxas ativas, em especial as aplicadas às famílias para aquisição de habitação (gráfico 21). A taxa ativa bancária compósita dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação registou um novo forte aumento em julho, situando-se em 2,15%. O aumento mensal de 18 pontos base levou a uma subida acumulada de 84 pontos base das taxas hipotecárias desde o início do ano. Entretanto, as taxas ativas bancárias aplicadas aos empréstimos às sociedades não financeiras (SNF) apresentaram-se mais voláteis e diminuíram ligeiramente, 6 pontos base, para 1,77% em julho, tendo aumentado 41 pontos base desde o início de 2022. Para os próximos meses, os dados disponíveis sugerem um

novo aumento das taxas ativas aplicadas às empresas com base no aumento acentuado registado pelos índices de difusão<sup>5</sup>. Do lado da oferta, a evolução das taxas ativas reflete uma maior restritividade dos critérios de concessão de crédito aplicados às empresas e às famílias, tal como indicado no [inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro](#) de julho, uma vez que os riscos em sentido descendente relacionados com as perspetivas económicas aumentaram e a normalização da política monetária está em curso. Do lado da procura, os preços mais elevados dos produtos energéticos impulsionaram as necessidades de financiamento das empresas e afetaram negativamente os orçamentos das famílias, em particular os das famílias com rendimentos baixos. Além disso, de acordo com o [inquérito sobre as expetativas dos consumidores](#), os consumidores reduziram as suas expetativas para o crescimento económico e aumentaram as suas expetativas de ficarem desempregados. O diferencial entre as taxas ativas bancárias aplicadas a empréstimos de reduzido montante e empréstimos de grande montante situou-se próximo dos níveis anteriores à pandemia, sugerindo que as condições de financiamento bancário para as pequenas e médias empresas se mantiveram favoráveis em termos relativos. Além disso, a dispersão entre países das taxas ativas dos empréstimos às empresas e às famílias manteve-se contida (gráfico 21, painéis a e b).

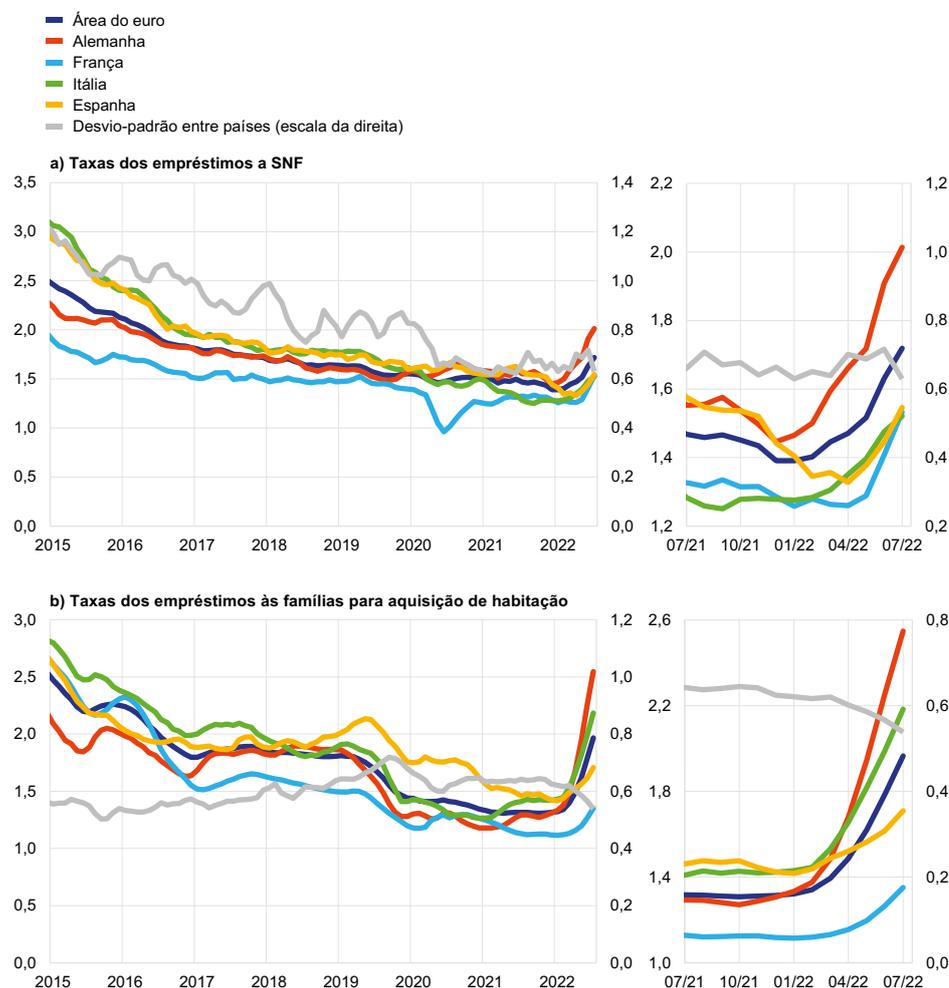
---

<sup>5</sup> Estes índices, calculados a partir de microdados, medem o número líquido de bancos que estão a aumentar as taxas ativas dos empréstimos às empresas e tendem a ter propriedades de indicador avançado.

## Gráfico 21

### Taxas ativas bancárias compostas dos empréstimos às SNF e às famílias em países seleccionados

(percentagens homólogas, médias móveis de 3 meses; desvio-padrão)



Fonte: BCE.

Notas: As taxas ativas bancárias compostas são calculadas através da agregação das taxas de curto e de longo prazo utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes das novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As últimas observações referem-se a julho de 2022.

#### No período de 9 de junho a 7 de setembro de 2022, o custo do financiamento por ações das SNF diminuiu consideravelmente, enquanto o custo da emissão de dívida baseada no mercado aumentou.

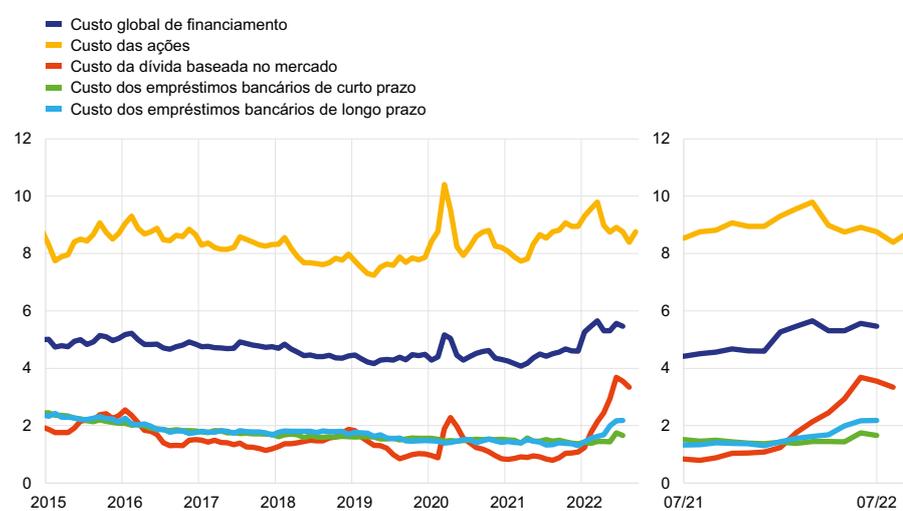
Devido a desfazamentos nos dados disponíveis para o custo dos empréstimos bancários, o custo global do financiamento das SNF, incluindo o custo dos empréstimos bancários, o custo da dívida baseada no mercado e o custo das ações, só pode ser calculado até julho de 2022, quando aumentou para 5,5%, face a 5,3% em maio. Tal deveu-se principalmente a um aumento substancial do custo da dívida baseada no mercado, tendo o custo dos empréstimos bancários (gráfico 22) contribuído também para o aumento do custo global do financiamento, embora em menor grau. O custo das ações manteve-se praticamente inalterado até julho de 2022. Os dados de julho de 2022 permaneceram próximo do pico registado no início do ano e significativamente acima dos níveis observados nos dois anos anteriores. Ao longo do período de 9 de junho a 7 de setembro, o custo das ações diminuiu cerca de 15 pontos base,

enquanto o custo da dívida baseada no mercado aumentou aproximadamente no mesmo valor. A ligeira descida do custo das ações é imputável a uma descida do prémio de risco das ações que mais do que compensou o impacto de uma taxa isenta de risco mais elevada sobre o custo das ações. O aumento da taxa isenta de risco também contribuiu para o aumento do custo da dívida baseada no mercado. Os diferenciais das obrigações emitidas por SNF diminuíram ligeiramente no segmento com categoria de investimento, mas aumentaram em larga medida no segmento de elevada rentabilidade.

### Gráfico 22

#### Custo nominal do financiamento externo às SNF da área do euro, desagregado por componente

(percentagens homólogas)



Fontes: BCE e estimativas do BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg e Thomson Reuters.

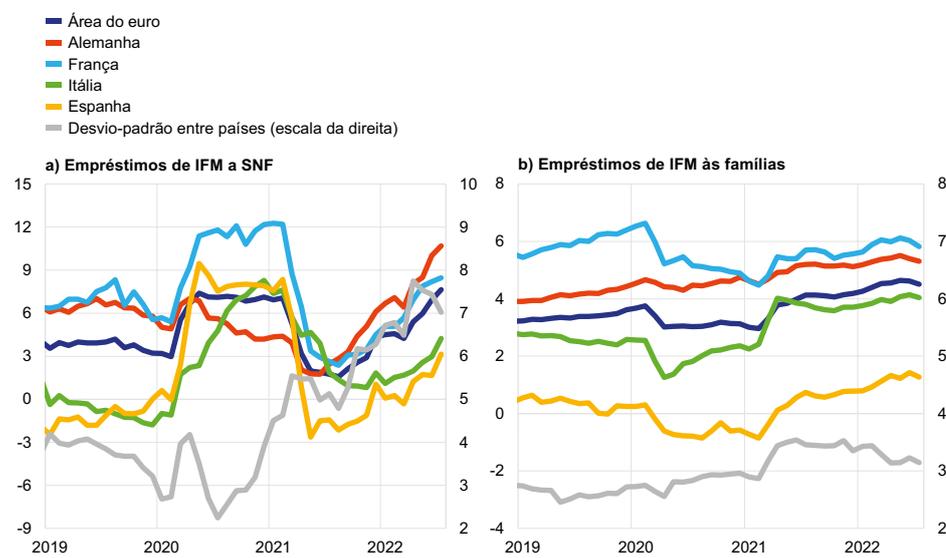
Notas: O custo global do financiamento das SNF é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações, com base nos respetivos saldos. As últimas observações dizem respeito a 7 de setembro de 2022 para o custo da dívida baseada no mercado (média mensal de dados diários), 2 de setembro de 2022 para o custo das ações (dados semanais) e julho de 2022 para o custo global do financiamento e para o custo do financiamento bancário (dados mensais).

**A taxa de crescimento dos empréstimos às empresas foi robusta em julho, enquanto os empréstimos às famílias registaram uma moderação.** A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às SNF acelerou para 7,7% em julho, depois de se situar em 6,9% em junho e 6,0% em maio (gráfico 23, painel a), o que refletiu novamente um elevado efeito de base, relacionado sobretudo com prazos mais longos. Os empréstimos de mais curto prazo continuaram a dar um grande contributo, dada a persistência de estrangulamentos na cadeia de abastecimento, custos mais elevados dos fatores de produção e incertezas acrescidas, o que aumenta as necessidades de fundo de maneio das empresas. Em certa medida, a resiliência do crescimento dos empréstimos também reflete um afastamento da emissão de títulos de dívida, com as condições de financiamento baseado no mercado a tornarem-se consideravelmente mais restritivas do que as condições de financiamento baseado nos bancos. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias registou uma ligeira moderação para 4,5% em julho, após três taxas mensais constantes de 4,6% (gráfico 23, painel b). Esta evolução deveu-se sobretudo ao enfraquecimento do crédito à habitação e ao consumo.

## Gráfico 23

### Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

(taxas de variação homólogas (%); desvio-padrão)



Fonte: BCE.

Notas: Os empréstimos das instituições financeiras monetárias (IFM) são corrigidos de vendas e titularização. No caso das SNF, os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*). O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As últimas observações referem-se a julho de 2022.

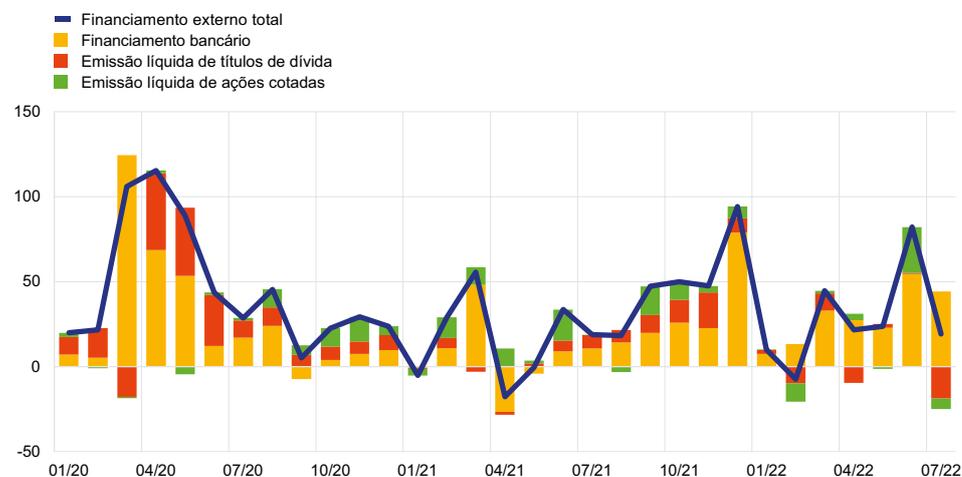
#### O volume total de financiamento externo das empresas registou um novo aumento, refletindo principalmente os empréstimos bancários.

A taxa de crescimento homóloga do financiamento externo aumentou de 2,4% em março para 3,2% em julho, refletindo um aumento das necessidades de financiamento das empresas, em particular as necessidades de curto prazo das empresas com utilização intensiva de energia. Este aumento foi mais notório nos meses de verão e seguiu-se a uma série de fluxos relativamente moderados ao longo dos primeiros cinco meses deste ano (gráfico 24). Desde o início de 2022, os fluxos de financiamento externo têm sido fortemente sustentados pelo aumento dos volumes de empréstimos bancários às empresas, enquanto a emissão líquida de títulos de dívida foi fraca, refletindo um aumento do custo relativo do financiamento por dívida baseada no mercado. A emissão de ações cotadas foi, em geral, moderada, mas recuperou em junho, impulsionada pelas atividades das empresas com utilização intensiva de energia, tornando-se de novo negativa em julho. Esta inversão é explicada por um recente aumento da percentagem de recompras e uma descida do valor das fusões e aquisições.

## Gráfico 24

### Fluxos de financiamento externo líquido às SNF na área do euro

(fluxos mensais em mil milhões de euros)



Fontes: BCE, Eurostat, Dealogic e cálculos do BCE.

Notas: O financiamento externo líquido equivale à soma do financiamento bancário (empréstimos de IFM), emissão líquida de títulos de dívida e emissão líquida de ações cotadas. Os empréstimos de IFM são corrigidos de vendas, titularização e atividades de fluxos de caixa (*cash pooling*). As últimas observações referem-se a julho de 2022.

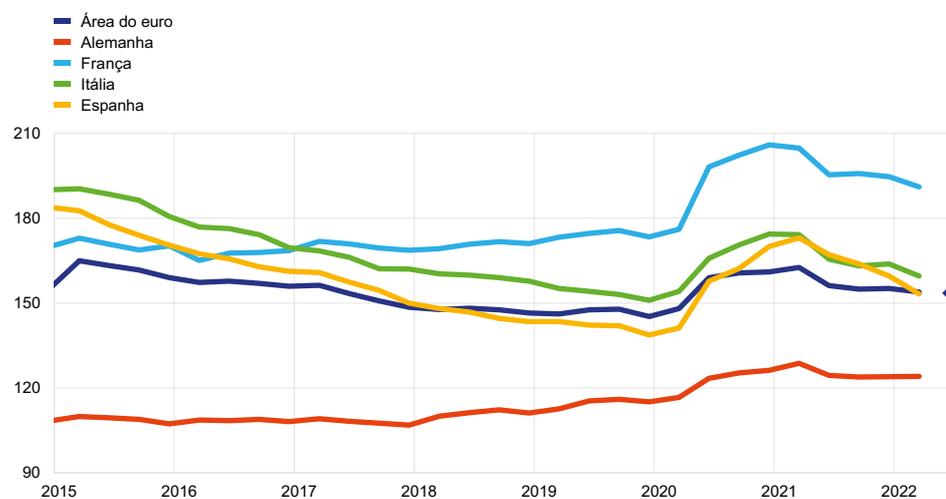
### O endividamento bruto das SNF da área do euro registou uma nova moderação face aos níveis elevados observados durante a pandemia (gráfico 25).

O rácio da dívida bruta, em termos de valor acrescentado das empresas, diminuiu 2,8 pontos percentuais no segundo trimestre de 2022, em comparação com o rácio registado um ano antes. Tal ocorreu em resultado do forte crescimento do valor acrescentado, reduzindo assim o aumento registado desde o final de 2019 para 8,2 pontos percentuais. A subida generalizada do endividamento bruto das SNF desde o início de 2020 está relacionada com o maior recurso das empresas ao financiamento por dívida, especialmente na primeira fase da pandemia de COVID-19, altura em que a dívida bruta aumentou de forma desigual entre tipos de empresas e países. Esta evolução oculta diferenças na exposição das empresas à pandemia e na resposta de cada país em termos de políticas. Em comparação com a última fase das subidas das taxas de juro em 2011, os rácios da dívida nos países mais vulneráveis são mais baixos e deverão ajudar a conter o risco de fragmentação do lado das empresas. Embora os balanços das empresas na maioria dos países sejam atualmente mais saudáveis do que durante a crise bancária e da dívida soberana na Europa, o nível de endividamento bruto das SNF ainda é elevado em termos históricos, o que implica que a sensibilidade das empresas a choques adversos continua a ser significativa. Assim, face à deterioração das perspetivas económicas e à continuação das pressões inflacionistas, é provável que a resiliência das empresas também dependa de apoio continuado em termos de políticas, em particular por parte das autoridades orçamentais.

## Gráfico 25

### Endividamento bruto das SNF em países da área do euro selecionados

(percentagens do valor acrescentado bruto das SNF)



Fontes: BCE, Eurostat e estimativas do BCE.

Notas: A dívida é definida como a soma do total de empréstimos a SNF líquido de empréstimos intrasetoriais, títulos de dívida emitidos e passivos associados a pensões. O diamante azul indica a previsão do momento para o segundo trimestre de 2022. Caso contrário, as últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2022.

#### O ritmo de acumulação de depósitos *overnight* abrandou face aos níveis elevados observados durante a pandemia (gráfico 26).

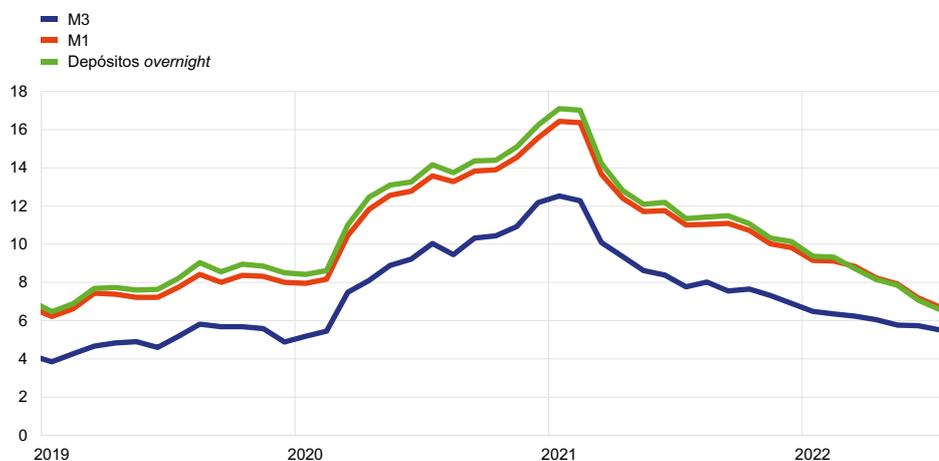
A taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* diminuiu para 6,6% em julho, face a 7,1% em junho. Embora os custos mais elevados dos produtos energéticos e alimentares exerçam pressão nas reservas em numerário das empresas e na capacidade das famílias para aumentar a poupança, registaram-se entradas mensais consideráveis nos depósitos do M3 por parte das empresas e das famílias em julho, aproximando a sua dinâmica de curto prazo dos níveis anteriores à pandemia<sup>6</sup>. A recente recuperação nestes depósitos provavelmente reflete motivos de precaução, num contexto de deterioração das perspetivas económicas. Ao mesmo tempo, o crescimento das detenções de depósitos pelas empresas e pelas famílias variou entre países, refletindo diferenças tanto nas necessidades de liquidez como nas medidas de apoio orçamental nacionais.

<sup>6</sup> Ver a caixa intitulada [Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2022.

## Gráfico 26

### M3, M1 e depósitos *overnight*

(taxa de crescimento homóloga; dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a julho de 2022.

**O crescimento do agregado monetário largo (M3) continuou a registar uma moderação no sentido da sua média de longo prazo em julho.** O ritmo de crescimento homólogo do M3 abrandou desde o pico observado no auge da pandemia. Em julho, a taxa de crescimento homólogo do M3 desceu para 5,5%, face a 5,7% em junho (gráfico 26). A moderação do crescimento homólogo do M3 reflete o fim das compras líquidas de ativos pelo Eurosistema em julho de 2022 e novos aumentos da fatura de produtos energéticos das famílias e das empresas da área do euro que reduzem o rendimento disponível. Do lado das componentes, o principal fator impulsionador da moderação do crescimento do M3 foram os depósitos *overnight* incluídos no agregado monetário estreito M1, enquanto os depósitos a prazo incluídos no agregado monetário mais largo M3 se fortaleceram em julho. Do lado das contrapartidas, o crédito ao setor privado deu o maior contributo para o crescimento homólogo do M3. O contributo positivo das compras de títulos de dívida pública pelo Eurosistema ao abrigo do programa de compra de ativos e do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica voltou a diminuir. Entretanto, as saídas monetárias líquidas para o resto do mundo continuaram a atenuar o crescimento monetário. Tal deve-se principalmente ao impacto adverso dos preços mais elevados dos produtos energéticos na balança comercial da área do euro.

## 6 Evolução orçamental

*De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, projeta-se que o saldo orçamental da área do euro registre uma melhoria constante no período até 2024, embora ligeiramente em menor grau do que o indicado nas projeções de junho. No entanto, as projeções orçamentais continuam rodeadas de elevados níveis de incerteza, relacionados sobretudo com a guerra na Ucrânia e com a evolução dos mercados energéticos que poderá levar os governos a adotar medidas adicionais de estímulo orçamental. Recentemente, estas medidas de apoio orçamental visaram, em grande medida, combater o aumento do custo de vida para os consumidores, em particular no que respeita à energia. Além disso, o financiamento de novas capacidades de defesa e o apoio aos refugiados da guerra da Rússia contra a Ucrânia também desempenharam um papel importante. No entanto, o défice orçamental das administrações públicas da área do euro deverá continuar a diminuir – passando de 5,1% do PIB em 2021 para 3,8% em 2022 e depois para 2,7% no final do horizonte de previsão. Após o forte abrandamento da restritividade orçamental durante a crise do coronavírus (COVID-19) em 2020, a orientação orçamental tornou-se mais restritiva no ano passado e projeta-se que continue a tornar-se ligeiramente mais restritiva, em particular em 2023, e que se torne neutra em 2024. Num contexto de incerteza acrescida e riscos em sentido descendente para as perspetivas económicas devido à guerra na Ucrânia, bem como de aumentos dos preços dos produtos energéticos e da continuação das perturbações nas cadeias de abastecimento, em 23 de maio de 2022, a Comissão Europeia recomendou o prolongamento da aplicabilidade da cláusula de derrogação de âmbito geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) até ao final de 2023. Tal permitiria que, se necessário, as políticas orçamentais se fossem ajustando às circunstâncias. Ao mesmo tempo, com os desequilíbrios orçamentais ainda a excederem os níveis anteriores à pandemia e a inflação excepcionalmente elevada, a política orçamental deve ser cada vez mais seletiva e direcionada para evitar intensificar as pressões inflacionistas a médio prazo, assegurando simultaneamente a sustentabilidade orçamental no médio prazo.*

**De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro continuará a apresentar uma melhoria ao longo do horizonte de projeção<sup>7</sup>.** O rácio do défice das administrações públicas em relação ao PIB na área do euro desceu para 5,1% do PIB em 2021, após ter atingido um nível sem precedentes de 7,1% em 2020. Projeta-se que continue a descer para 3,8% do PIB em 2022 e, em seguida, para 2,9% e 2,7%, respetivamente, em 2023 e 2024 (gráfico 27). A partir de 2022, projeta-se que a melhoria continuada do saldo orçamental seja impulsionada pelo ciclo económico e por um saldo primário corrigido do ciclo mais elevado, dado que uma grande parte das medidas de emergência pandémica começou a cessar e as novas medidas são menos significativas. Ao longo de todo o horizonte de previsão,

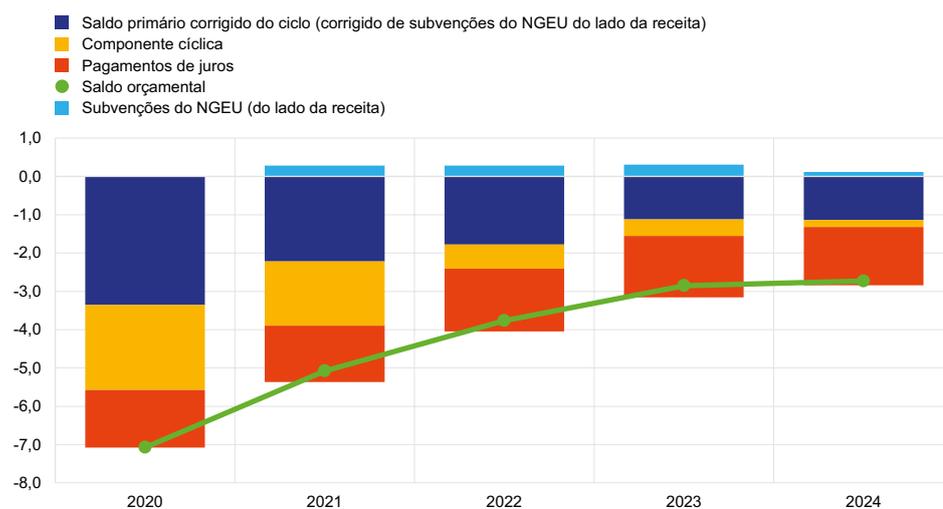
<sup>7</sup> Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2022](#).

os pagamentos de juros agregados da área do euro em percentagem do PIB permanecerão globalmente em linha com os observados entre 2019 e 2021. Tal reflete o facto de se situarem próximo da taxa de juro média paga sobre o volume de dívida existente, apesar do aumento significativo das taxas de juro das novas emissões de dívida soberana.

### Gráfico 27

#### Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE.  
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos países da área do euro.

#### A orientação orçamental da área do euro começou a ser mais restritiva em 2021 e espera-se que continue assim até 2023, mas que seja globalmente neutra em 2024<sup>8</sup>.

Em 2022, o ligeiro aumento da restritividade da orientação orçamental deve-se sobretudo à remoção continuada de uma parte significativa do apoio de emergência pandémica, que será apenas parcialmente compensado por medidas expansionistas adicionais. Estas medidas adicionais ascendem a cerca de 1,4% do PIB em 2022 (cerca de 0,3 pontos percentuais mais do que nas projeções de junho) e destinam-se a combater o aumento do custo de vida para os consumidores, bem como financiar maiores capacidades de defesa e apoiar os refugiados da guerra na Ucrânia. Além disso, projeta-se também que fatores não discricionários, decorrentes de uma inversão apenas parcial das fortes receitas extraordinárias de 2021, reduzam a restritividade em 2022 e continuem a fazê-lo ao longo do resto do horizonte de previsão. No entanto, projeta-se que a restritividade orçamental aumente ligeiramente em 2023, altura em que se espera que a maioria das medidas de apoio tenha

<sup>8</sup> A orientação orçamental reflete a direção e a dimensão do estímulo proporcionado pelas políticas orçamentais à economia, além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É medida nesta secção como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Atendendo a que as receitas orçamentais mais elevadas relacionadas com as subvenções do NGEU com base no orçamento da UE não têm um impacto contracionista na procura, o saldo primário corrigido do ciclo é, neste contexto, ajustado de modo a excluir essas receitas. Para mais pormenores sobre o conceito de orientação orçamental da área do euro, ver o artigo intitulado *The euro area fiscal stance*, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

cessado. Prevê-se uma orientação globalmente neutra no final do horizonte, embora se mantenha um apoio significativo à economia<sup>9</sup>.

**O saldo orçamental global da área do euro para 2022 não foi revisto para 2022, mas espera-se um resultado um pouco mais adverso após essa data.** Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o rácio do saldo orçamental em relação ao PIB da área do euro manteve-se globalmente inalterado em 2022, uma vez que as medidas adicionais de estímulo temporárias têm sido compensadas por uma melhoria da componente cíclica e pelo impacto adicional de fatores não discricionários que refletem receitas de tesouraria mais fortes. O saldo orçamental para 2023 e 2024 foi revisto em baixa em 0,2 e 0,3 pontos percentuais, respetivamente, devido sobretudo à expectativa de uma componente cíclica mais fraca<sup>10</sup>.

**Após um grande aumento em 2020, prevê-se que o rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro recue lentamente para um valor ligeiramente abaixo de 90% até 2024, mas mantendo-se acima do nível anterior à crise.**

Após um aumento próximo de 13 pontos percentuais, para cerca de 97%, no rácio da dívida em 2020, estima-se que o défice primário em trajetória descendente, mas ainda elevado, em 2021 tenha sido mais do que compensado por um contributo significativo para a redução da dívida de um diferencial favorável entre taxa de juro e crescimento, conduzindo a uma redução moderada do rácio da dívida em relação ao PIB. Projeta-se que este rácio continue a diminuir lentamente, mas de forma constante, ao longo do período 2022-2024, dado que os défices primários que contribuem para o aumento da dívida serão compensados por contributos ainda favoráveis dos diferenciais entre taxa de juro e crescimento e, em menor grau nos primeiros dois anos, por ajustamentos défice-dívida (gráfico 28). No final do horizonte de projeção em 2024, o rácio da dívida em relação ao PIB deverá estabilizar num valor ligeiramente inferior a 90%, ou seja, 6 pontos percentuais acima do nível registado antes da crise, em 2019.

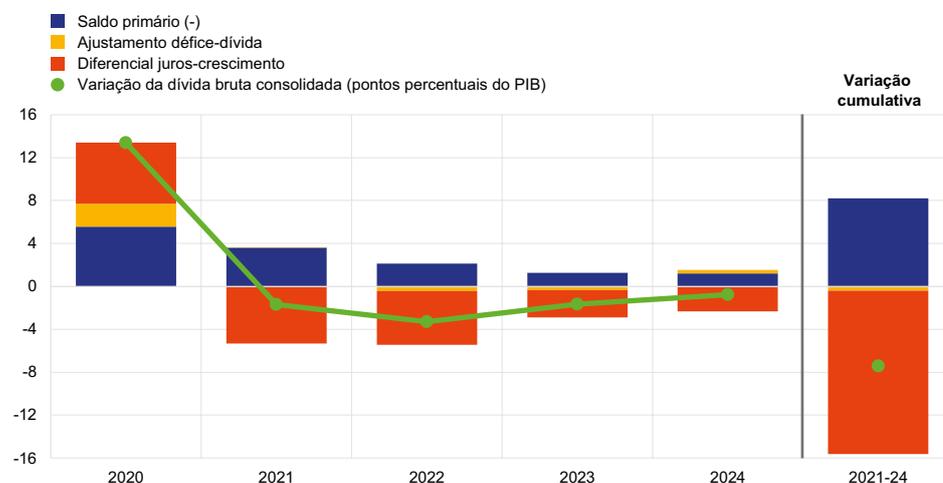
<sup>9</sup> Estima-se que a orientação orçamental agregada da área do euro, corrigida das receitas relacionadas com as subvenções do NGEU (a partir de 2021), seja -4,2 pontos percentuais do PIB em 2020 e +1,1 pontos percentuais do PIB em 2021. Projeta-se que seja de +0,1, +0,7 e 0,0 pontos percentuais do PIB em 2022, 2023 e 2024, respetivamente. Em comparação com as projeções de junho de 2022, permaneceu globalmente inalterada para 2022 e foi revista em alta (em baixa) em 0,1 pontos percentuais para 2023 (2024).

<sup>10</sup> Estima-se que o apoio estatal adicional para compensar os preços mais elevados dos produtos energéticos e outras despesas em resposta à guerra na Ucrânia ascenda a 0,9% do PIB da área do euro em 2022.

## Gráfico 28

### Fatores impulsionadores da variação da dívida pública da área do euro

(em percentagem do PIB, salvo indicação em contrário)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE.  
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos países da área do euro.

**As projeções orçamentais de referência continuam rodeadas de elevados níveis de incerteza, sobretudo relacionada com a guerra na Ucrânia e a evolução dos mercados energéticos.** Em termos de pressupostos orçamentais, os riscos para a atual projeção de referência estão enviesados no sentido de estímulos orçamentais adicionais no curto prazo. Esses riscos estão relacionados com medidas compensatórias adicionais ou alargadas no domínio da energia e com outras despesas associadas aos efeitos da guerra, algumas das quais já foram anunciadas pelos governos após a data de fecho da informação para as atuais projeções.

**As medidas orçamentais atuam, em parte, como amortecedores do choque resultante da guerra, mas devem ser temporárias e cada vez mais direcionadas, limitando simultaneamente o risco de intensificar as pressões inflacionistas.** Num contexto de incerteza acrescida e riscos em sentido descendente para as perspetivas económicas devido à guerra da Rússia contra a Ucrânia, bem como aos aumentos dos preços dos produtos energéticos e à continuação das perturbações nas cadeias de abastecimento, em 23 de maio de 2022 a Comissão Europeia recomendou o prolongamento da aplicabilidade da cláusula de derrogação de âmbito geral do PEC até ao final de 2023<sup>11</sup>. Tal permitiria que, se necessário, as políticas orçamentais se fossem ajustando às circunstâncias. No entanto, é importante que as políticas orçamentais em todos os países preservem a sustentabilidade da dívida. Além disso, quaisquer medidas adotadas pelos governos para compensar as famílias e as empresas devem ser claramente orientadas e concebidas de modo a limitar o risco de intensificação das pressões inflacionistas na economia. Tal como descrito na caixa intitulada

<sup>11</sup> Ver a Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Banco Central Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu, ao Comité das Regiões e ao Banco Europeu de Investimento intitulada: Semestre Europeu 2022 – Pacote da primavera (COM/2022/600 final), Comissão Europeia, 23 de maio de 2022.

[Policy responses to address high energy prices and ensure energy security](#)<sup>12</sup> do artigo “Fiscal policies to mitigate climate change in the euro área” da versão em língua inglesa da presente edição do *Boletim Económico*, as medidas energéticas devem continuar a ser temporárias e incentivar a poupança de energia, respondendo simultaneamente de forma eficiente aos desafios de curto prazo e protegendo as famílias mais vulneráveis. Tanto os cortes horizontais dos impostos como as transferências não direcionadas são menos eficientes em termos de custos do que as medidas de despesa que centram os benefícios nos indivíduos mais vulneráveis.

---

<sup>12</sup> Ver a caixa 1 do artigo intitulado [Fiscal policies to mitigate climate change in the euro area](#) na versão em língua inglesa da presente edição do *Boletim Económico*.

# Caixas

## 1 O papel do emprego público durante a crise da COVID-19

Por Agostino Consolo e António Dias da Silva

**O crescimento do emprego no setor público desempenhou um papel importante no apoio ao emprego total durante a pandemia de coronavírus (COVID-19)**<sup>1</sup>. No primeiro trimestre de 2022, o emprego público situou-se cerca de 3,5% acima dos níveis anteriores à pandemia, o que compara com 0,6% na indústria e 0,2% nos serviços de mercado (gráfico A, painel a). Do mesmo modo, o total de horas trabalhadas no setor público atingiu os níveis observados antes da pandemia no primeiro trimestre de 2021, situando-se 1,7% acima desses níveis no primeiro trimestre de 2022. Em contraste, o total de horas trabalhadas no setor privado permaneceu 1,1% abaixo dos níveis anteriores à pandemia no primeiro trimestre de 2022 (gráfico A, painel b)<sup>2</sup>. Analisando os países de maior dimensão, a Alemanha, a Espanha e a França têm registado um forte contributo positivo do emprego público, ao passo que o contributo em Itália tem sido mais modesto.

---

<sup>1</sup> Na presente caixa, “emprego público” designa todo o emprego nos setores de atividade O a Q, de acordo com a classificação utilizada no Inquérito às Forças de Trabalho da UE (*EU Labour Force Survey*), do Eurostat, nomeadamente administração pública, defesa, educação, saúde humana e atividades de ação social. Em 2021, o setor público representou 25% do emprego total e 23% do total de horas trabalhadas na economia da área do euro.

<sup>2</sup> A média de horas trabalhadas desempenha tendencialmente um papel importante no ajustamento cíclico do mercado de trabalho na área do euro. Ver, por exemplo, o artigo intitulado [Hours worked in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2021.

## Gráfico A

### Emprego na área do euro e total de horas nos vários setores

(índice: T4 2019 = 100)



Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do Eurostat.  
Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2022.

**Embora em anteriores recessões na área do euro o emprego no setor público também tenha aumentado mais do que noutros setores, desta vez, o aumento foi mais forte do que em recessões precedentes.** O gráfico B ilustra os diferentes contributos em pontos percentuais para o crescimento acumulado do emprego na sequência da crise financeira de 2008 e da crise da dívida soberana na área do euro. Em ambos os casos, o emprego público exibiu um padrão semelhante ao observado no contexto da recuperação da pandemia de COVID-19, dando um contributo positivo para o crescimento do emprego total. Todavia, o aumento do emprego público durante a pandemia tem sido mais forte do que em recessões anteriores. O contributo positivo do emprego público é determinado principalmente pelas tendências de longo prazo positivas nos setores da saúde e da educação (gráfico C). Estas tendências positivas podem estar relacionadas com o envelhecimento da população, exigindo um aumento da despesa com serviços associados à saúde, e com a percentagem crescente do ensino superior ao longo do tempo. As despesas de saúde são mais elevadas nas gerações mais velhas e o envelhecimento da sociedade exigirá um aumento da despesa com

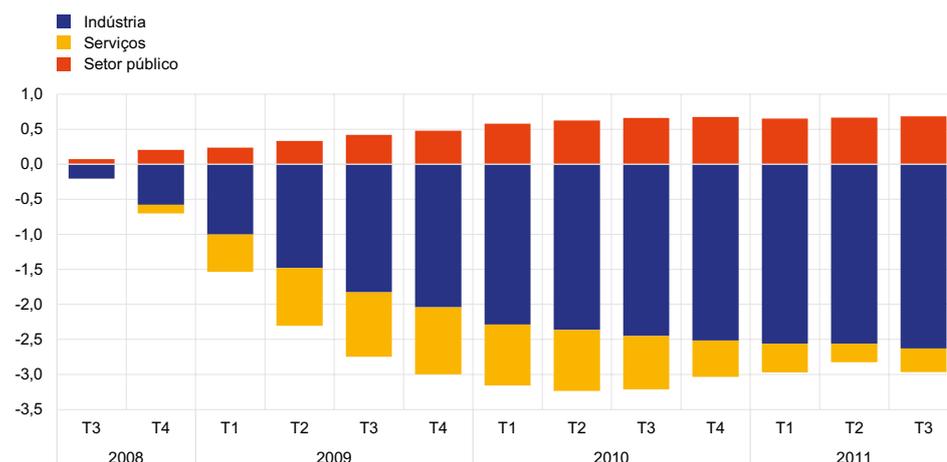
serviços de saúde<sup>3</sup>. Além disso, nos países da OCDE, a despesa por estudante em estabelecimentos de ensino primário a superior subiu a uma taxa média de 1,6% por ano entre 2012 e 2018, enquanto o número de estudantes permaneceu estável<sup>4</sup>.

## Gráfico B

### Emprego na área do euro em recessões anteriores

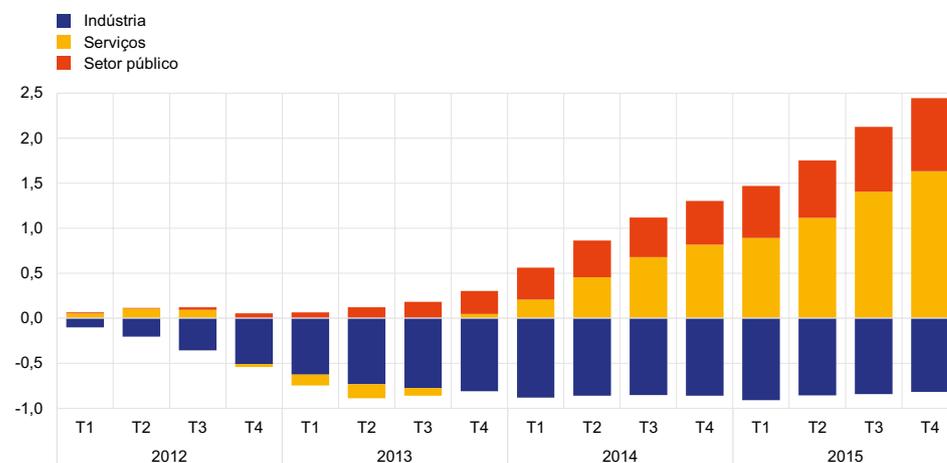
#### a) Crise financeira de 2008

(índice: T2 2008 = 100)



#### b) Crise da dívida soberana na área do euro

(índice: T4 2011 = 100)



Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do Eurostat.

**Em contraste com episódios precedentes, o aumento do emprego público durante a pandemia está associado a uma subida da percentagem de trabalhadores temporários.** Cerca de dois terços da contração de 3,1% registada no emprego total no início da pandemia deveu-se a uma queda de 15% no emprego

<sup>3</sup> Ver, a título de exemplo, *Health at a Glance 2021: OECD Indicators*, OCDE, 2021. O capítulo 8 desta publicação, intitulado "Health workforce", aponta para uma subida do rácio entre os médicos no ativo e a população nos países da OCDE. Consultar ainda, por exemplo, *Skills forecast: trends and challenges to 2030*, série de referência do Cedefop, n.º 108, Eurofound, 2018. Esta publicação prevê uma maior procura de competências no setor da saúde da UE, tendo em conta o envelhecimento da população.

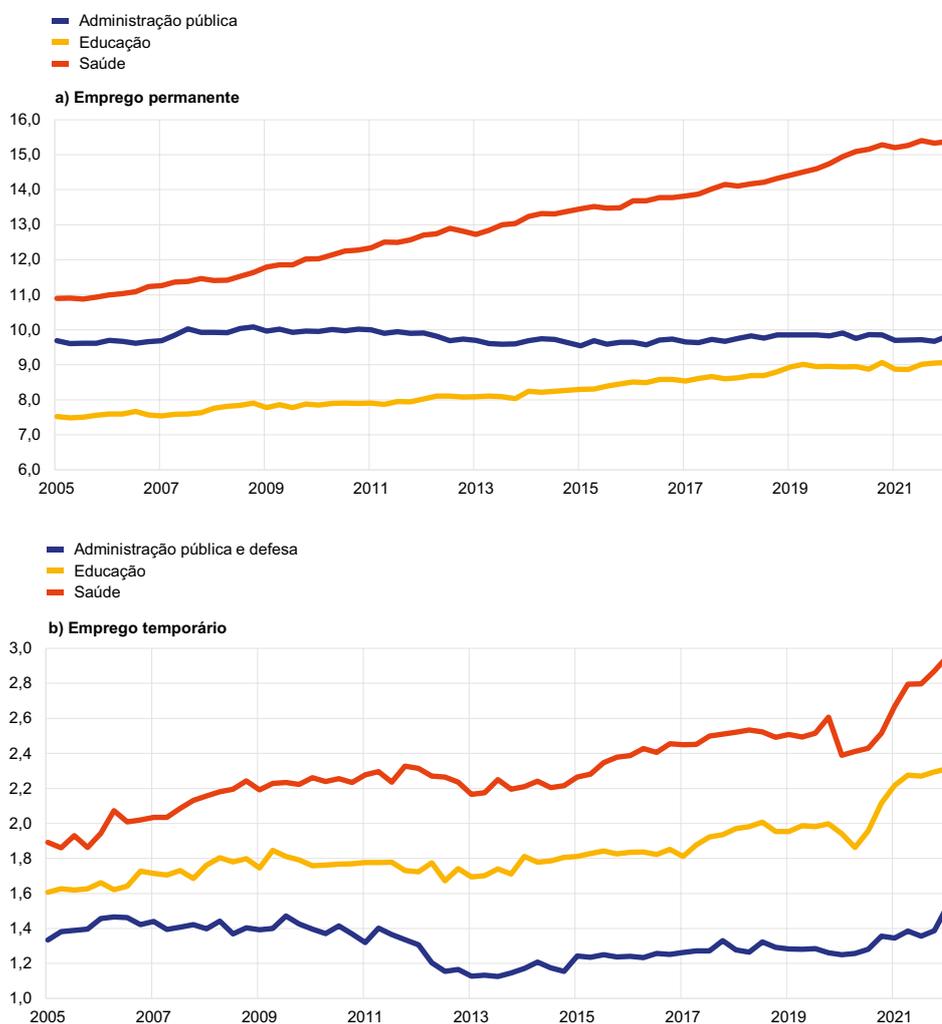
<sup>4</sup> Ver *Education at a glance*, OCDE, 2021.

temporário, impulsionada pela diminuição do emprego no setor privado. Trata-se de uma característica normal das recessões, já que os trabalhadores com contratos temporários tendem a ser despedidos primeiro ou os seus contratos não são renovados. No entanto, o emprego temporário no setor público durante a crise da COVID-19 tem exibido um comportamento diferente do observado no setor privado e em comparação com crises precedentes. No primeiro trimestre de 2022, situou-se 11,5% acima do nível anterior à pandemia e a percentagem que representa no emprego total no setor público subiu 2 pontos percentuais. Este aumento concentrou-se principalmente na saúde e na educação (gráfico C). Os setores da saúde e da educação somaram 1,4 milhões de postos de trabalho (quase 1 milhão em contratos temporários), o que representa cerca de 22% da criação de emprego total desde o segundo trimestre de 2020. Durante a crise da COVID-19, o aumento das taxas de hospitalização, testes e vacinação, bem como as medidas de distanciamento social, podem ter conduzido a taxas de contratação temporária mais elevadas nos setores da saúde e da educação, a fim de lidar com as restrições temporárias relacionadas com a pandemia.

## Gráfico C

### Emprego na administração pública, na educação e na saúde

(milhões de pessoas)



Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do Eurostat.  
Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2022.

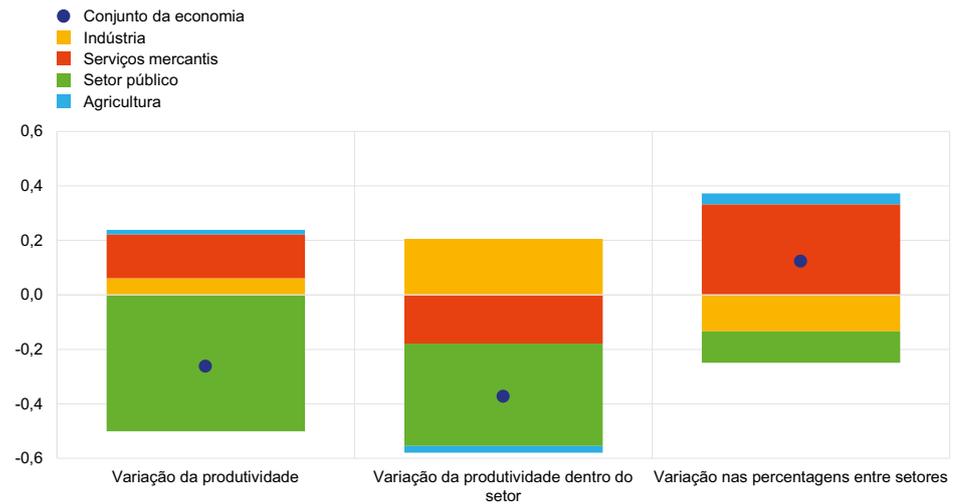
#### É provável que o aumento dos trabalhadores temporários no setor público tenha dado um contributo negativo para a produtividade agregada do trabalho.

Durante o período da pandemia de COVID-19, o contributo do setor público para a variação da produtividade global do trabalho tem sido de -0,5 pontos percentuais (gráfico D). Com base numa análise de componentes de variação (*shift-share analysis*), a maioria das variações durante o período que medeia entre o quarto trimestre de 2019 e o primeiro trimestre de 2022 foi impulsionada por variações dentro do setor público (-0,4 pontos percentuais) e, em menor grau, pela subida da percentagem do emprego público no conjunto da economia. Dado que grande parte do crescimento do emprego no setor público foi impulsionado pelo crescimento do trabalho temporário, a tendência da produtividade pode ser atribuída à forte subida do emprego temporário nas áreas da educação e da saúde. Os trabalhadores com contratos temporários normalmente são menos bem remunerados do que os trabalhadores permanentes. Os valores da produtividade relativos a atividades não mercantis são afetados sobretudo pelos custos de mão de obra. Um aumento dos

contratos temporários – típicos de empregos que exigem menos competências ou menor antiguidade – poderia explicar, em parte, a diminuição do crescimento da produtividade no setor público<sup>5</sup>. Outro elemento que contribui para o efeito é a descida da média de horas trabalhadas.

### Gráfico D Variação da produtividade

(variação percentual no período entre o quarto trimestre de 2019 e o primeiro trimestre de 2022)



Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do Eurostat.

Nota: O gráfico mostra uma análise de componentes de variação da taxa de crescimento acumulada da produtividade do trabalho por empregado entre as variações dentro de cada setor e as variações nas percentagens entre setores (variação da ponderação).

**O aumento do emprego temporário no setor público poderá ser, em parte, invertido quando as medidas sanitárias relacionadas com a COVID-19 forem gradualmente eliminadas, mas os efeitos dessa inversão provavelmente limitar-se-iam a 0,2% da população ativa da área do euro.** O emprego temporário nos setores da educação e da saúde permanece acima das respetivas tendências de longo prazo<sup>6</sup>. Uma inversão no sentido do crescimento tendencial implicaria uma redução do trabalho temporário no setor público de cerca de 300 mil pessoas, adicionando potencialmente 0,2 pontos percentuais à taxa de desemprego da área do euro, se esse trabalho temporário não for reafetado a outros setores.

<sup>5</sup> Considerando que o valor acrescentado bruto não está disponível para os subsectores públicos e que os dados relativos aos salários do setor público não estão disponíveis para trabalhos temporários e permanentes, não é viável efetuar uma decomposição quantitativa da produtividade.

<sup>6</sup> As tendências estatísticas são estimadas utilizando o filtro passa-banda Christiano-Fitzgerald assimétrico e eliminando as frequências do ciclo económico entre seis e 32 trimestres.

## 2 COVID-19 e decisões de reforma dos trabalhadores mais velhos na área do euro

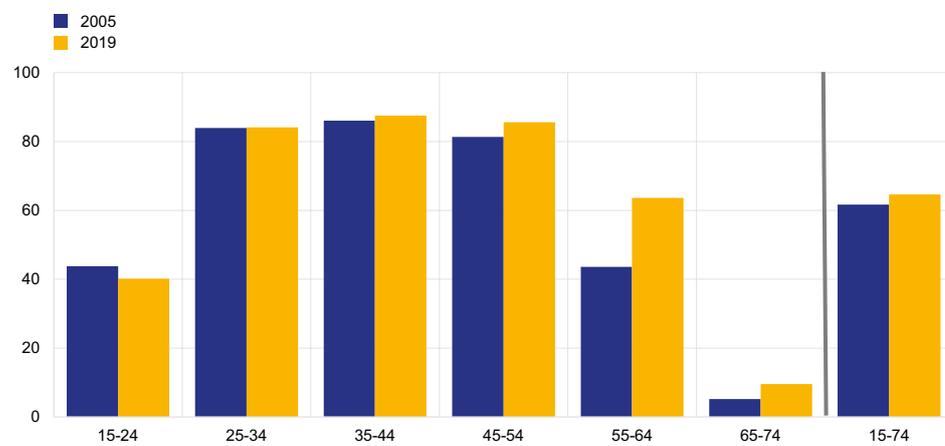
Por Vasco Botelho e Marco Weißler

**O aumento da atividade dos trabalhadores mais velhos tem contribuído para a subida da taxa de participação da população ativa na área do euro ao longo dos últimos 15 anos.** A taxa de participação da população ativa na área do euro aumentou de 61,7% em 2005 para 64,6% em 2019 (gráfico A), impulsionada sobretudo pela maior atividade no mercado de trabalho dos trabalhadores mais velhos. A taxa de participação das pessoas com idades compreendidas entre os 55 e os 64 anos aumentou mais de 21 pontos percentuais durante este período e mais de 4 pontos percentuais para os trabalhadores com idades compreendidas entre os 65 e os 74 anos. Esta evolução é particularmente importante num contexto de envelhecimento da sociedade, com a população ativa da área do euro a tornar-se cada vez mais velha à medida que o tempo avança<sup>1</sup>. Os trabalhadores com idade igual ou superior a 55 anos representavam mais de 20% da população ativa em 2021, o que compara com 12% em 2005.

### Gráfico A

Taxas de participação no mercado de trabalho da área do euro por faixa etária

(percentagens, faixas etárias)



Fontes: Eurostat, inquérito à população ativa da União Europeia (EU-LFS) e cálculos de especialistas do BCE.

**Pelo menos num primeiro momento, a pandemia de coronavírus (COVID-19) desencadeou uma diminuição da atividade no mercado de trabalho dos trabalhadores mais velhos na área do euro (gráfico B).** O mercado de trabalho da área do euro recuperou muito desde o mínimo atingido durante a pandemia, tendo alguns indicadores mesmo ultrapassado os níveis anteriores à COVID-19. Embora as taxas de participação dos trabalhadores mais velhos tenham excedido os níveis observados antes da pandemia, continuam a ficar aquém do que seria

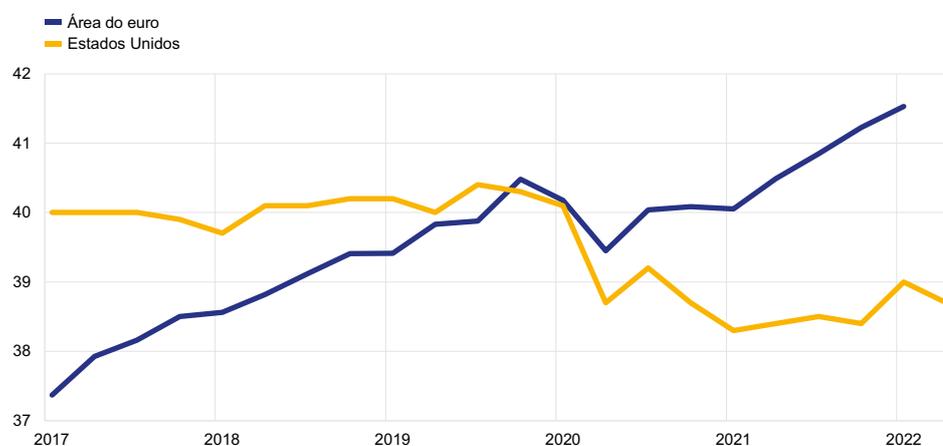
<sup>1</sup> Ver também o artigo intitulado [Drivers of rising labour force participation – the role of pension reforms](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2020, e Bodnár, K. e Nerlich, C., [The macroeconomic and fiscal impact of population ageing](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 296, BCE, junho de 2022.

de esperar, tendo em conta o aumento da atividade dos trabalhadores mais velhos observado em anos anteriores<sup>2</sup>. Numa análise prospetiva, o relatório de 2021 da Comissão Europeia sobre o envelhecimento demográfico prevê que a taxa de participação dos trabalhadores mais velhos continue a aumentar até 2040, antes de estabilizar lentamente em seguida, em mais de 72% para os trabalhadores com idades compreendidas entre os 55 e os 64 anos e em cerca de 20% para os trabalhadores com idades compreendidas entre os 65 e os 74 anos<sup>3</sup>. Os recentes desenvolvimentos na área do euro contrastam fortemente com uma observação frequentemente discutida para os Estados Unidos. Lá, a participação dos trabalhadores mais velhos na população ativa ainda não recuperou para os níveis anteriores à pandemia. Tal verifica-se apesar de a taxa de participação dos trabalhadores mais velhos nos Estados Unidos ter permanecido globalmente estável antes da pandemia, ao passo que a taxa na área do euro tinha aumentado de forma constante até se equiparar aos níveis dos Estados Unidos no final de 2019 e ultrapassando-os a partir de 2020. Por conseguinte, embora alguns argumentem que os Estados Unidos registaram uma taxa excessiva de reforma antecipada e, por conseguinte, uma taxa de participação permanentemente reduzida durante a pandemia, este efeito não é diretamente observável na área do euro<sup>4</sup>.

### Gráfico B

#### Taxas de participação dos trabalhadores mais velhos na população ativa nos Estados Unidos e na área do euro

(percentagens)



Fontes: Eurostat, EU-LFS, U.S. Bureau of Labor Statistics Current Population Survey e cálculos de especialistas do BCE.  
Notas: Os trabalhadores mais velhos têm idades compreendidas entre os 55 e os 74 anos na área do euro e 55 anos ou mais nos Estados Unidos. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2022 para a área do euro e ao segundo trimestre de 2022 para os Estados Unidos.

<sup>2</sup> Ver a caixa intitulada [Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2021.

<sup>3</sup> Ver [The 2021 Ageing Report](#), *Institutional Paper*, n.º 148, Comissão Europeia, 2021. De acordo com o relatório, tal deve-se sobretudo a uma nova recuperação da participação das mulheres no mercado de trabalho e a várias potenciais reformas dos regimes de pensões que aumentam a idade efetiva de reforma.

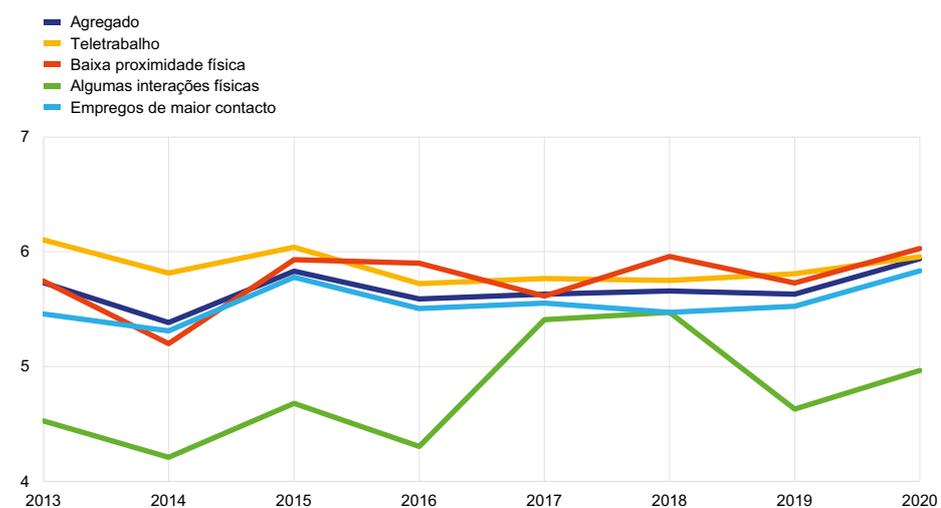
<sup>4</sup> Ver Faria e Castro, M., [The COVID Retirement Boom](#), *Economic Synopses*, n.º 25, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2021, e Domash, A. e Summers, L.H., [How tight are U.S. labor markets?](#), *NBER Working Paper Series*, n.º 29739, National Bureau of Economic Research, 2022.

**Em termos agregados, as transições anuais dos trabalhadores mais velhos para a reforma aumentaram apenas ligeiramente em 2020, na sequência do surto de COVID-19.** O número de reformados está a aumentar na área do euro, embora a um ritmo lento. O aumento está, em grande medida, em linha com as tendências demográficas como o envelhecimento da população, sendo que as taxas anuais de transição para a reforma permaneceram globalmente inalteradas em 2020 em comparação com os níveis observados antes da pandemia (gráfico C). Houve apenas um número limitado de reformados excedentários no primeiro ano da pandemia, independentemente do grau de risco de infeção no seu local de trabalho. Além disso, continua a ser possível que alguns desses reformados excedentários regressem posteriormente ao mercado de trabalho. Nos Estados Unidos, a percentagem de reformados que regressam ao mercado de trabalho tem voltado aos níveis anteriores à crise<sup>5</sup>. Tal sugere que alguns trabalhadores mais velhos regressarão gradualmente ao mercado de trabalho à medida que a economia recuperar, partindo do princípio de que os riscos para a saúde continuam a ser atenuados.

### Gráfico C

#### Transições anuais para a reforma por categoria profissional

(percentagens)



Fontes: Eurostat, EU-LFS, O\*NET e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Um trabalhador em transição para a reforma já não está ativo, deixou o seu emprego ao longo do último ano e considera-se que abandonou o emprego para a reforma (antecipada). Qualquer que seja a definição, os trabalhadores têm idades compreendidas entre os 55 e os 74 anos e as transições para a reforma são calculadas como uma percentagem da população ativa de pessoas com idades compreendidas entre os 55 e os 74 anos no ano anterior em todos os países da área do euro. As categorias profissionais seguem a classificação apresentada em Basso, G., Boeri, T., Caiumi, A. e Paccagnella, M., *Unsafe jobs, labour market risk and social protection*, *Economic Policy*, vol. 37, Número 110, 2022, pp. 229-267. Esta classificação das profissões reflete a medida em que os trabalhadores correm o risco de serem infetados por vírus transmitidos pelo ar.

<sup>5</sup> Ver, por exemplo, Bunker, N., ['Unretirements' Continue to Rise as More Workers Return to Work](#), Indeed Hiring Lab, abril de 2022.

**Dados mais granulares mostram que o aumento marginal das reformas afetou cerca de 175 000 trabalhadores, impulsionado sobretudo por uma mudança no calendário das decisões de reforma.** Qualquer potencial impacto da pandemia nas transições para a reforma dos trabalhadores mais velhos na área do euro é provavelmente impulsionado por vários fatores, tais como confinamentos e medidas de contenção associadas, um aumento da incerteza económica e sanitária, e o forte apoio orçamental e medidas de política do mercado de trabalho que envolvem a utilização generalizada de regimes de manutenção de postos de trabalho. Utilizando os dados do Estudo sobre Envelhecimento, Saúde e Reforma na Europa (*Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe – SHARE*) de março a abril de 2020 e junho de 2021 para pessoas com idades compreendidas entre os 55 e os 74 anos, é possível quantificar a forma como a pandemia moldou as decisões de reforma de alguns trabalhadores mais velhos<sup>6</sup>. Durante este período, 70% dos reformados reportaram ter-se reformado como inicialmente previsto, 23% antes do previsto e 7% mais tarde do que o previsto (gráfico D). Estes valores implicam que a maioria dos trabalhadores reformados não foi, em geral, afetada pela pandemia. Em contrapartida, 38% dos que se reformaram mais cedo do que o previsto declararam tê-lo feito devido à pandemia. Assim, dos 5,5% de todos os trabalhadores ativos que se reformaram após a eclosão da pandemia, 8,7% reformaram-se mais cedo diretamente devido à pandemia. Tal equivale a apenas cerca de 0,5% da população ativa com idades compreendidas entre os 55 e os 74 anos, ou seja, cerca de 175 000 pessoas, o que está em linha com o aumento apenas marginal nas reformas observado nos dados agregados. Ao mesmo tempo, apenas uma percentagem muito reduzida de trabalhadores mais velhos se reformou mais tarde do que o planeado em consequência da pandemia, o que sugere que a maioria dos trabalhadores mais velhos não neutralizou os efeitos da maior incerteza económica ao adiar a sua reforma<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Este documento utiliza dados da Ronda 9 do SHARE (10.6103/SHARE.w9ca800). Para mais pormenores sobre a metodologia do SHARE, ver Börsch-Supan, A. et al., “Data Resource Profile: The Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe (SHARE)”, *International Journal of Epidemiology*, vol. 42, Número 4, agosto de 2013, pp. 992-1001. A recolha de dados do SHARE foi financiada pela Comissão Europeia, Direção-Geral da Investigação e Inovação por via de FP5 (QLK6-CT-2001-00360), FP6 (SHARE-13: RII-CT-2006-062193, COMPARE: CIT5-CT-2005-028857, SHARELIFE: CIT4-CT-2006-028812), FP7 (SHARE-PREP: GA N°211909, SHARE-LEAP: GA N°227822, SHARE M4: GA N°261982, DASISH: GA N°283646) e Horizon 2020 (SHARE-DEV3: GA N°676536, SHARE-COHESION: GA N°870628, SERISS: GA N°654221, SSHOC: GA N°823782, SHARE-COVID19: GA N°101015924) e pela Direção-Geral do Emprego, Assuntos Sociais e Inclusão por via de VS 2015/0195, VS 2016/0135, VS 2018/0285, VS 2019/0332 e VS 2020/0313. É digno de registo o financiamento adicional do Ministério alemão da Educação e Investigação, da Max Planck Society for the Advancement of Science, do U.S. National Institute on Aging (U01\_AG09740-13S2, P01\_AG005842, P01\_AG08291, P30\_AG12815, R21\_AG025169, Y1-AG-4553-01, IAG\_BSR06-11, OGHA\_04-064, HHSN271201300071C, RAG052527A) e de várias fontes de financiamento nacionais (ver [www.share-project.org](http://www.share-project.org)).

<sup>7</sup> Ver a caixa intitulada [COVID-19 e o aumento da poupança das famílias: precaução ou necessidade?](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2020, e a caixa intitulada [COVID-19 and the increase in household savings: an update](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2021, ambos salientando que a COVID-19 conduziu a um aumento da poupança das famílias. Este pode ser um elemento crucial na atenuação de qualquer receio de futuros riscos de rendimento, o que é um importante fator impulsionador do momento das decisões de reforma.

## Gráfico D

### COVID-19 e calendário das decisões de reforma por parte dos trabalhadores mais velhos

(percentagens)



Fonte: Estudo sobre Envelhecimento, Saúde e Reforma na Europa (SHARE) – Ronda 9.

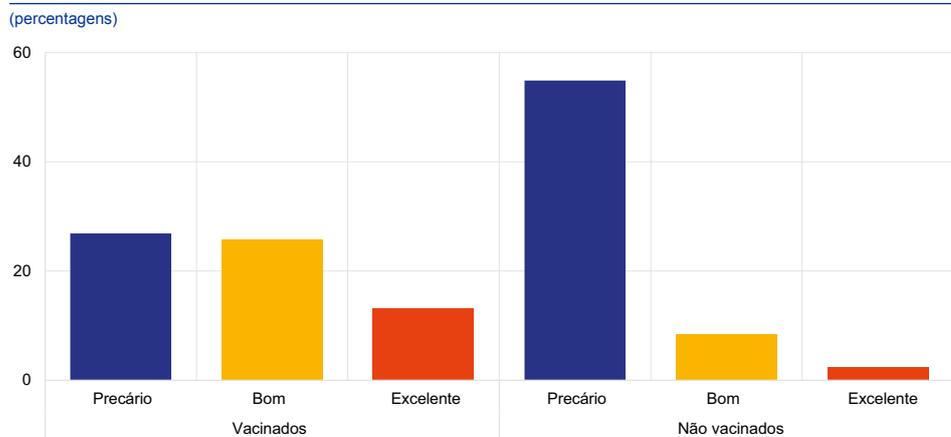
#### **A reforma antecipada foi mais pronunciada para os trabalhadores com um estado de saúde relativamente mais precário, refletindo percepções de maiores riscos para a saúde decorrentes da pandemia.**

Fatores como as características sociodemográficas ou de saúde são importantes para avaliar as decisões de reforma dos trabalhadores mais velhos<sup>8</sup>. Um fator proeminente associado às reformas antecipadas é a avaliação pelo indivíduo do seu estado de saúde pessoal (gráfico E). Na sequência da eclosão da pandemia, cerca de 30% dos trabalhadores mais velhos que consideravam que a sua saúde era relativamente precária reformaram-se mais cedo do que o inicialmente previsto. Em contrapartida, apenas 12% dos que declararam estar com uma saúde excelente se reformaram antecipadamente. Estes padrões são muito mais acentuados para os trabalhadores que não foram vacinados contra a COVID-19. Entre os trabalhadores mais velhos não vacinados, mais de metade dos indivíduos com problemas de saúde reformaram-se mais cedo do que o previsto, enquanto menos de 10% dos indivíduos com boa saúde e menos de 5% dos indivíduos com um estado de saúde excelente acabaram por se reformar antecipadamente. Estas conclusões salientam uma ligação importante entre o estado de saúde dos trabalhadores e as suas decisões de reforma.

<sup>8</sup> Ver, por exemplo, Beydoun, H., Beydoun, M., Weiss, J., Gautam, R., Hossain, S., Alemu, B. e Zonderman, A., [Predictors of Covid-19 level of concern among older adults from the health and retirement study](#), *Scientific Reports* 12, artigo n.º 4396, 2022.

### Gráfico E

Percentagem de reformados que se reformaram mais cedo do que o previsto após a eclosão da pandemia, por estado de saúde e de vacinação



Fonte: Estudo sobre Envelhecimento, Saúde e Reforma na Europa (SHARE) – Ronda 9.

Notas: Os dados ponderados do SHARE são representativos da população com idade igual ou superior a 50 anos. A saúde é definida como excelente se os inquiridos declararem ter uma saúde muito boa ou excelente (26,2% da população mais velha), boa se declararem ter uma boa saúde (43,9%) e precária se declararem ter uma saúde razoável ou precária (29,9%). Entre os trabalhadores mais velhos com saúde precária, 86,3% declararam ter sido vacinados, com uma taxa de vacinação de 87% para os inquiridos mais velhos com boa saúde e de 84,7% para os inquiridos mais velhos com excelente saúde.

**De um modo geral, a nossa análise conclui que a evolução da atividade no mercado de trabalho dos trabalhadores mais velhos foi em certa medida impulsionada por uma mudança nas decisões de reforma induzida pela pandemia.** A pandemia provocou uma diminuição temporária da atividade no mercado de trabalho dos trabalhadores mais velhos na área do euro e fez antecipar o calendário das decisões de reforma para cerca de 175 000 trabalhadores. Este número relativamente baixo sugere que, em contraste com a evolução observada nos Estados Unidos, a pandemia não teve um impacto muito forte nas decisões de reforma dos trabalhadores mais velhos na área do euro. Porém, as preocupações com a saúde parecem afetar o momento de entrada na reforma dos trabalhadores mais velhos. Estas conclusões são importantes para a análise do mercado de trabalho da área do euro, demonstrando a transmissão à atividade económica de grandes choques exógenos sobre a saúde. Tal realça o papel potencial das políticas estruturais no incremento da resiliência da população ativa da área do euro, melhorando a saúde dos trabalhadores ou facilitando um ambiente de trabalho orientado para a saúde.

### 3 Poderá a cauda abanar o cão? Uma análise mais pormenorizada dos movimentos recentes nas distribuições das expetativas de inflação

Por Lucyna Górnicka e Aidan Meyler

Depois de se ter situado abaixo de 2% no período que decorreu entre o primeiro trimestre de 2019 e o segundo trimestre de 2021, a distribuição das expetativas de inflação individuais a mais longo prazo do Inquérito a Analistas Profissionais (*Survey of Professional Forecasters – SPF*) conduzido pelo BCE tem recentemente vindo a centrar-se em torno de 2%, sendo agora bastante semelhante à distribuição média observada no período entre o terceiro trimestre de 2003 e o primeiro trimestre de 2014 (gráfico A)<sup>1,2</sup>. No entanto, destaca-se uma diferença: uma percentível “cauda” dos inquiridos reporta agora expetativas de inflação a mais longo prazo iguais ou superiores a 2,5%. No SPF para o terceiro trimestre de 2022, esta percentagem aumentou para 17% (representando oito dos 46 inquiridos que apresentaram expetativas de inflação a mais longo prazo)<sup>3</sup>. A presente caixa analisa em pormenor as expetativas dos inquiridos deste grupo da cauda superior, a fim de compreender se o seu recente aumento global pode ser indicativo de um movimento no resto da distribuição<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> O painel do SPF do BCE, estabelecido em 1999, é composto por analistas macroeconómicos profissionais que operam na Europa. O painel atualmente ativo é composto por 75 a 80 instituições, sendo que cerca de 60 respondem em cada ronda – das quais 75%, ou 45 instituições, em média, apresentam as suas expetativas de inflação a mais longo prazo.

<sup>2</sup> Foi escolhido este período de referência porque começa após o reexame da estratégia de política monetária do BCE realizado em 2003, que clarificou o objetivo para a inflação abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. Em 2014 (quando o BCE iniciou o seu programa de compra de ativos), o número de inquiridos que reportaram expetativas de 2,0% diminuiu e o número de inquiridos que reportaram 1,7% aumentou.

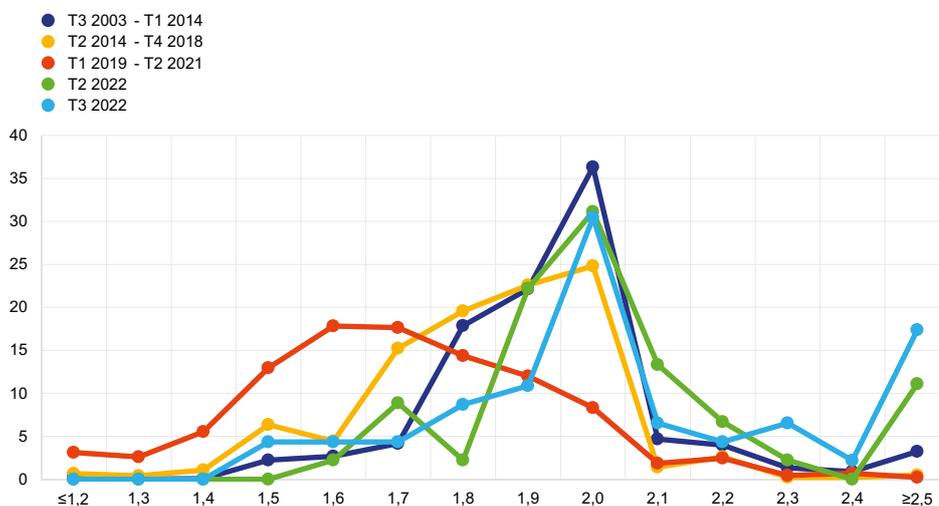
<sup>3</sup> Pela primeira vez, mais de 10% dos inquiridos do SPF indicaram expetativas de inflação a mais longo prazo de 2,5% ou mais. O único outro período (com mais do que uma única ronda) no qual mais de 5% dos inquiridos reportaram expetativas de inflação a mais longo prazo de 2,5% ou mais foi o período entre o segundo trimestre de 2011 e o terceiro trimestre de 2013, quando 7% a 9% (ou três a quatro inquiridos) o fizeram.

<sup>4</sup> Para um argumento de que os movimentos na distribuição transversal das expetativas de inflação poderiam dar alertas precoces de desancoragem, ver Reis, R., [Losing the Inflation Anchor](#), *Brookings Papers on Economic Activity*, BPEA Conference Drafts, 9 de setembro de 2021.

## Gráfico A

### Histograma das expetativas individuais de inflação a mais longo prazo no SPF do BCE

(eixo dos y: percentagem de inquiridos; eixo dos x: percentagem da inflação)



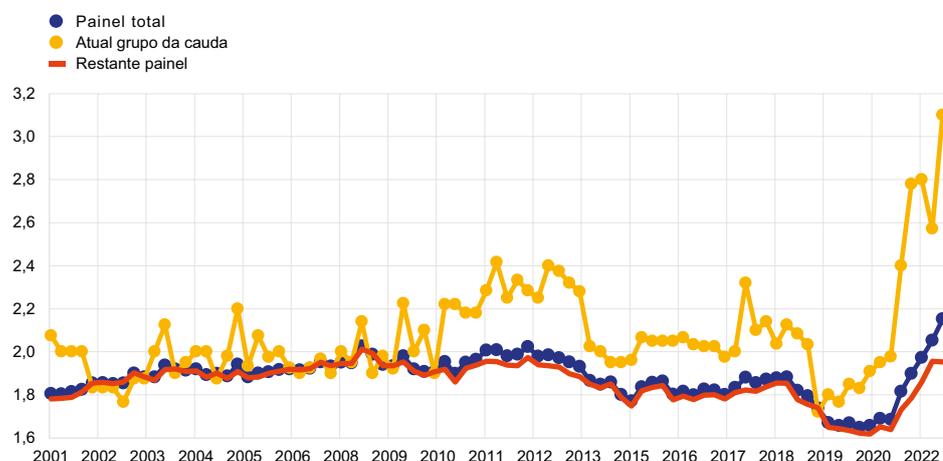
Notas: O SPF solicita aos inquiridos que comuniquem as suas previsões pontuais e que atribuam separadamente probabilidades a diferentes intervalos de resultados. Este gráfico mostra a distribuição das respostas relativas às previsões pontuais.

**Desde 2010, as expetativas de inflação a mais longo prazo do atual grupo da cauda têm sido mais elevadas e mais voláteis do que as dos restantes inquiridos (gráfico B).** Em média, as expetativas de inflação do atual grupo da cauda têm sido 0,3 pontos percentuais mais elevadas do que as dos restantes (2,15% vs. 1,85%). Contudo, o desvio aumentou ao longo das últimas quatro rondas de inquéritos. A volatilidade (medida pelo desvio-padrão) das expetativas de inflação do grupo da cauda também tem sido muito mais elevada desde 2010 (0,3 vs. 0,1 pontos percentuais). No entanto, dada a pequena dimensão da amostra (oito na ronda mais recente, mas, em média, apenas cinco responderam em cada ronda desde 2010), é necessária alguma prudência na interpretação destes dados.

## Gráfico B

### Evolução das expetativas de inflação a mais longo prazo do SPF do BCE

(taxas de variação homólogas (%))



Nota: "Atual grupo da cauda" refere-se a oito inquiridos que apresentaram expetativas a mais longo prazo iguais ou superiores a 2,5% na ronda para o terceiro trimestre de 2022.

#### O atual grupo da cauda prevê que a presente subida abrupta da inflação seja mais persistente.

As razões para tal podem ser exploradas considerando as expetativas mais recentes do grupo relativamente a outras variáveis. O quadro A apresenta apenas as expetativas a mais longo prazo para outras variáveis, mas o perfil temporal completo é informativo. O grupo da cauda prevê que a atual subida acentuada da inflação global seja mais persistente, bem como que a inflação subjacente seja mais elevada e mais persistente, face aos restantes inquiridos do SPF. Tal reflete-se nas expetativas de inflação global e subjacente mais elevadas por parte do grupo da cauda em todos os horizontes de previsão, de curto a mais longo prazo. As expetativas do grupo da cauda para os custos do trabalho são mais elevadas a partir do próximo ano civil, sendo, em geral, mais baixas no que respeita às taxas de desemprego (ou seja, consistentes com maior restritividade no mercado de trabalho a longo prazo) do que as do resto do painel. Não existe uma relação clara com as expetativas de crescimento real do PIB para qualquer dos grupos. Em termos gerais, as diferenças nas expetativas para a taxa de desemprego, embora consistentes com uma perspetiva de maior restritividade do mercado de trabalho, não parecem ser suficientemente grandes para explicar o considerável desfazamento entre as expetativas de inflação a mais longo prazo do grupo da cauda e as de outros analistas profissionais.

## Quadro A

Expetativas a mais longo prazo em todas as variáveis macroeconómicas do SPF do BCE para o terceiro trimestre de 2022

Área	Inflação medida pelo IHPC	Inflação medida pelo IHPCX	Crescimento real do PIB	Taxa de desemprego	Crescimento dos custos do trabalho
Grupo da cauda	3,1%	3,2%	1,8%	6,1%	4,3%
(excluindo analista com valores extremos)	(2,6%)	(2,5%)	(1,6%)	(6,2%)	(3,0%)
Número de inquiridos	8	5	8	7	4
Resto do painel	2,0%	1,9%	1,4%	6,4%	2,5%
Número de inquiridos	38	25	35	30	12
Painel total	2,2%	2,2%	1,5%	6,4%	3,0%
(excluindo analista com valores extremos)	(2,1%)	(2,0%)	(1,5%)	(6,4%)	(2,6%)
Número de inquiridos	46	30	43	37	16

Nota: Percentagens apresentadas entre parênteses representam o valor excluindo as respostas de um analista com valores extremos; percentagens sem parênteses incluem essas respostas extremas.

### Os analistas que atualmente apresentam as expetativas de inflação a mais longo prazo mais elevadas tenderam a ser mais sensíveis à inflação observada no passado.

Na avaliação das correlações com a inflação e o crescimento (tanto valores observados como expetativas de curto prazo) ao longo do tempo, as expetativas de inflação a mais longo prazo parecem estar mais correlacionadas com a inflação observada e com as expetativas de curto prazo individuais do grupo da cauda do que dos restantes analistas, não existindo uma ligação clara com o crescimento observado ou com as expetativas de crescimento de curto prazo para qualquer um dos grupos<sup>5</sup>.

**Por último, as expetativas do grupo da cauda influenciam as dos restantes inquiridos?** Tal pode ser verificado através da realização de testes de causalidade de Granger às expetativas médias do grupo da cauda, a longo prazo e para o ano seguinte, em comparação com as do restante painel<sup>6</sup>. Esta análise não produziu provas claras de causalidade de Granger em nenhum dos sentidos: por outras palavras, historicamente, a cauda não parece ter abanado o cão.

### A nossa análise sugere, assim, que as expetativas do grupo da cauda não conduziram a alterações nas expetativas dos restantes analistas profissionais.

Alguns estudos recentes argumentam que a cauda direita da distribuição dos analistas é composta pelos que aprendem depressa, ou seja, os que estão atentos a novos dados e notícias<sup>7</sup>. De acordo com esta perspetiva, os analistas que

<sup>5</sup> Esta avaliação é confirmada por regressões a nível dos analistas das expetativas de inflação a longo prazo em relação à inflação observada no passado, ao crescimento do PIB e ao desemprego (analisando os efeitos fixos por analista). Embora tanto o grupo da cauda como o resto do painel mostrem reagir à inflação observada, o grupo da cauda reage consideravelmente mais do que o resto do painel: um aumento de 1 ponto percentual na inflação aumenta as expetativas de inflação a mais longo prazo do grupo da cauda em 0,2 pontos percentuais, o que compara com apenas 0,03 pontos percentuais para o resto do painel.

<sup>6</sup> Granger, C. W. J., "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods", *Econometrica*, 1969.

<sup>7</sup> Reis, R., [Inflation expectations: rise and responses](#), discurso proferido no Fórum do BCE sobre Banca Central, 29 de junho de 2022.

atualizaram as suas convicções numa fase precoce fizeram boas previsões do futuro. As nossas conclusões sugerem que os inquiridos do grupo da cauda são mais sensíveis à evolução do momento do que outros analistas e poderão estar a extrapolar a dinâmica da inflação de curto prazo de forma mais forte e persistente para o mais longo prazo.

## O impacto do aumento das taxas hipotecárias no mercado da habitação da área do euro

Por Niccolò Battistini, Johannes Gareis e Moreno Roma

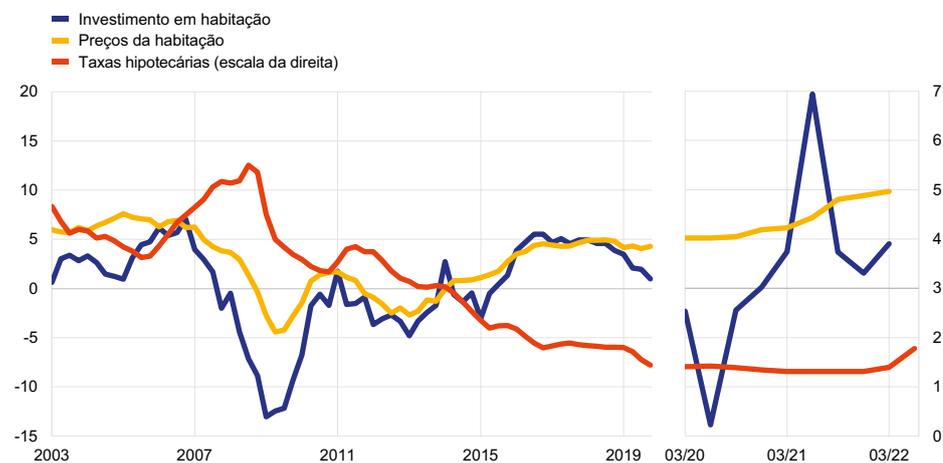
### As taxas hipotecárias na área do euro aumentaram consideravelmente desde o início de 2022, após um mínimo histórico observado em 2021.

Nos últimos dois anos, o mercado da habitação da área do euro tem sido dinâmico e apoiado por taxas hipotecárias favoráveis (gráfico A)<sup>1</sup>. O crescimento dos preços da habitação na área do euro em termos agregados acelerou de um aumento anual de aproximadamente 4% no final de 2019 para próximo de 10% no primeiro trimestre de 2022 – a taxa mais elevada desde o início de 1991. Simultaneamente, o investimento em habitação registou uma rápida recuperação após a contração relacionada com a pandemia observada em 2020, situando-se cerca de 6% acima dos níveis observados antes da crise no primeiro trimestre do corrente ano. O indicador compósito do custo do crédito às famílias para aquisição de habitação caiu para um mínimo histórico de 1,3% em setembro de 2021, tendo permanecido largamente inalterado até dezembro de 2021<sup>2</sup>. No entanto, as taxas hipotecárias aumentaram consideravelmente (63 pontos base) no primeiro semestre deste ano, ou seja, o maior aumento semestral alguma vez registado.

### Gráfico A

#### Investimento em habitação, preços da habitação e taxas hipotecárias

(escala da esquerda: taxas de variação anuais (%); escala da direita: percentagens)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos de especialistas do BCE.

Nota: As taxas hipotecárias referem-se ao indicador compósito do custo do crédito do custo do crédito às famílias para aquisição de habitação e são expressas em médias trimestrais.

<sup>1</sup> Para uma análise da evolução do mercado da habitação na área do euro durante a pandemia de coronavírus (COVID-19), ver o artigo intitulado [The euro area housing market during the COVID-19 pandemic](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2021. Para uma análise dos riscos no mercado da habitação, ver Igan, D., Kohlscheen, E. e Rungcharoenkitkul, P., [Housing market risks in the wake of the pandemic](#), *BIS Bulletin*, n.º 50, BIS, março de 2022.

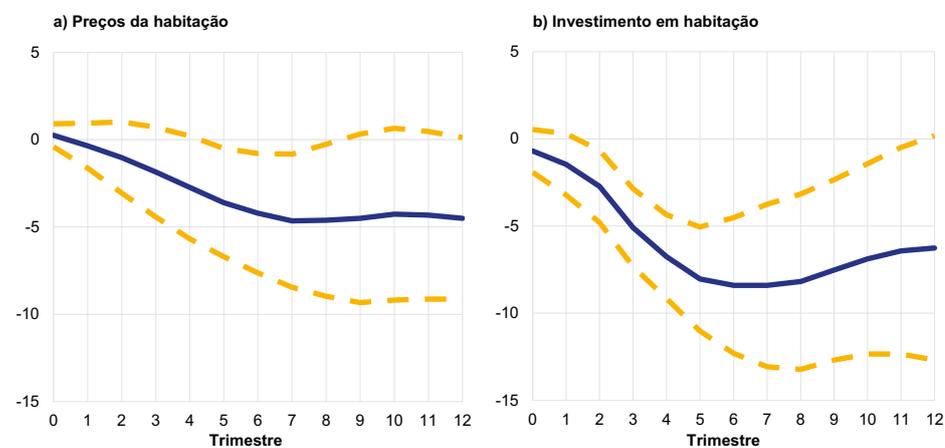
<sup>2</sup> Ao longo da presente caixa, as taxas hipotecárias referem-se ao indicador compósito do custo do crédito às famílias para aquisição de habitação.

**A evidência empírica sugere que a dinâmica do mercado da habitação é muito sensível às taxas hipotecárias.** É utilizado um quadro de projeção local linear para clarificar o impacto do aumento das taxas hipotecárias nos preços da habitação e no investimento em habitação na área do euro<sup>3</sup>. De acordo com o modelo estimado, um aumento de 1 ponto percentual na taxa hipotecária conduz, *mutatis mutandis*, a uma descida dos preços da habitação de aproximadamente 5% após cerca de dois anos (gráfico B)<sup>4</sup>. Contudo, o mesmo aumento em pontos percentuais da taxa hipotecária tem um maior impacto no investimento em habitação, levando a uma queda de 8% após cerca de dois anos.

### Gráfico B

Semielasticidades estimadas dos preços da habitação e do investimento em habitação a um aumento de 1 ponto percentual na taxa hipotecária

(percentagens)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Os gráficos apresentam as semielasticidades estimadas "alisadas" dos preços da habitação e do investimento em habitação a um aumento de 1 ponto percentual na taxa hipotecária, utilizando projeções locais lineares. As projeções incluem o PIB real, o IHPC, uma taxa de juro de curto prazo e o crédito à habitação como variáveis de controlo e são estimadas para o período compreendido entre o primeiro trimestre de 1995 e o último trimestre de 2019 (ou seja, excluindo o período da crise da COVID-19). "Alisadas" refere-se a médias móveis centradas em três períodos das semielasticidades estimadas, excluindo os pontos inicial e final. As linhas a tracejado referem-se a intervalos de confiança de 90%.

### O impacto do aumento das taxas hipotecárias nos preços da habitação e no investimento em habitação é maior num contexto de taxas de juro baixas.

A teoria dos preços dos ativos sugere que, quanto mais baixo for o nível das taxas hipotecárias, mais sensíveis serão os preços da habitação a variações nas taxas hipotecárias, uma vez que taxas hipotecárias mais baixas conduzem a maiores

<sup>3</sup> O modelo inclui desfasamentos para cada variável de habitação, bem como desfasamentos para um conjunto de variáveis adicionais que analisam o estado da economia e as condições nos mercados financeiros e de crédito, como o PIB real, o IHPC, uma taxa de juro de curto prazo e o crédito à habitação. Estas variáveis de controlo estão também incluídas até ao desfasamento zero, pelo que a sensibilidade estimada dos preços da habitação e do investimento em habitação a variações nas taxas hipotecárias reflete apenas o impacto de um "choque dos diferenciais das hipotecas" impulsionado por qualquer outro fator que não seja captado pelas variáveis de controlo, incluindo, por exemplo, alterações no grau de risco dos mutuários e prémios de risco de prazo para as taxas de longo prazo. Para um modelo semelhante referente ao mercado da habitação nos Estados Unidos, ver Liu, H., Lucca, D., Parker, D. e Rays-Wahba, G., [The Housing Boom and the Decline in Mortgage Rates](#), *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, setembro de 2021.

<sup>4</sup> Todas as variáveis do modelo são expressas em valores logarítmicos multiplicados por 100, exceto as taxas de juro, que são expressas em percentagens. Deste modo, a sensibilidade estimada dos preços da habitação e do investimento em habitação mede a variação percentual dos preços da habitação e do investimento em habitação em resposta a uma variação de 1 ponto percentual na taxa hipotecária, geralmente designada por "semielasticidade".

efeitos de desconto sobre as rendas e os preços futuros<sup>5</sup>. Esta maior sensibilidade dos preços da habitação pode, por sua vez, implicar também uma maior sensibilidade do investimento em habitação através de efeitos da rendibilidade da habitação e do valor dos ativos de garantia, uma vez que ambos são importantes fatores impulsionadores do investimento em habitação e são afetados por movimentos nos preços da habitação<sup>6</sup>. Para captar esta não linearidade, o modelo é ajustado de modo a incluir um indicador que analisa o nível das taxas hipotecárias<sup>7</sup>. Os resultados deste modelo não linear mostram que, num contexto de taxas de juro baixas, a descida estimada dos preços da habitação e do investimento em habitação em resposta a um aumento de 1 ponto percentual das taxas hipotecárias é de aproximadamente 9% e 15%, respetivamente, após cerca de dois anos. Este valor é cerca do dobro do sugerido pelos resultados lineares (gráfico C)<sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> Ver, por exemplo, Himmelberg, C., Mayer, C. e Sinai, T., [Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions](#), *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, n.º 4, outono de 2005, pp. 67-92.

<sup>6</sup> Para a ligação entre a rendibilidade da habitação e o investimento em habitação ver, por exemplo, Jud, G. D. e Winkler, D. T., [The Q Theory of Housing Investment](#), *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, n.º 27, novembro de 2003, pp. 379-392.

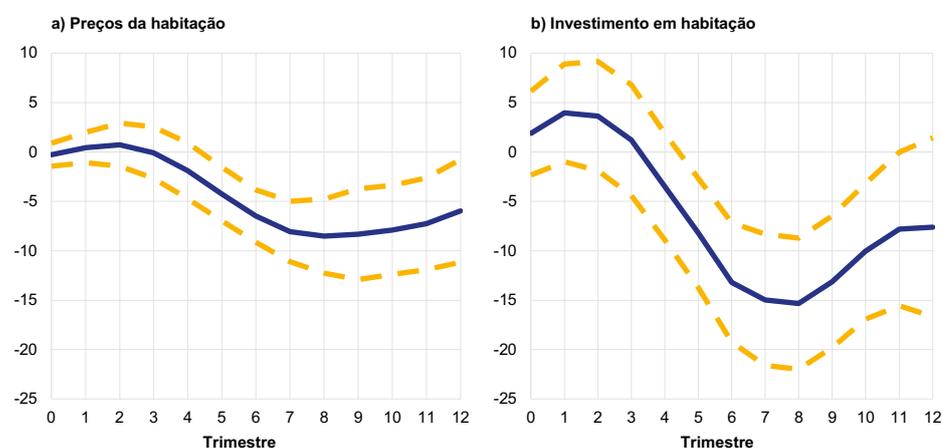
<sup>7</sup> Mais especificamente, o indicador mede a probabilidade de se encontrar num contexto de taxas de juro baixas e é determinado por uma função logística, sendo a média móvel de 12 trimestres da taxa hipotecária a variável de estado e o limiar do ambiente de taxas de juro baixas fixado na mediana desta variável, implicando uma taxa de juro de 4,5%. O parâmetro relativo à velocidade de transição é fixado em 5. Para diferentes aplicações desta técnica ver, por exemplo, Auerbach, A.J. e Gorodnichenko, Y., "Fiscal Multipliers in Recession and Expansion", em Alesina, A. e Giavazzi, F. (editores), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, University of Chicago Press, 2013, pp. 63-102, bem como Tenreyro, S. e Thwaites, G., [Pushing on a String: US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions](#), *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 8, n.º 4, outubro de 2016, pp. 43-74.

<sup>8</sup> Para mais evidência da maior sensibilidade da evolução do mercado da habitação na área do euro a variações nas taxas hipotecárias num contexto de taxas de juro baixas, ver a caixa intitulada [Drivers of rising house prices and the risk of reversal](#), *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2022, que sugere que os preços da habitação reais descem mais 280 pontos base em resposta a um aumento de 1 ponto percentual das taxas hipotecárias reais face aos níveis atuais quando são tomadas em consideração relações não lineares. Um maior impacto num contexto de taxas de juro baixas é também confirmado por simulações utilizando o modelo "ECB-BASE", embora de forma muito mais fraca. Para o modelo "ECB-BASE", ver Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. e Zimic, S., [Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2315, BCE, setembro de 2019. Uma limitação importante das projeções locais não lineares está relacionada com as preocupações sobre a endogeneidade da variável de estado recentemente suscitadas em Gonçalves, S., Herrera, A. M., Kilian, L. e Pesavento, E., [When Do State-Dependent Local Projections Work?](#), *Research Department Working Papers*, n.º 2205, Federal Reserve Bank of Dallas, maio de 2022. Para dar resposta a estas preocupações, a variável de estado assenta no pressuposto de um longo desfasamento (ver a nota anterior).

### Gráfico C

Semielasticidades estimadas dos preços da habitação e do investimento em habitação a um aumento de 1 ponto percentual na taxa hipotecária num contexto de taxas de juro baixas

(percentagens)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Os gráficos apresentam as semielasticidades estimadas "alisadas" dos preços da habitação e do investimento em habitação a um aumento de 1 ponto percentual na taxa hipotecária num contexto de taxas de juro baixas, utilizando projeções locais não lineares. As projeções incluem o PIB real, o IHPC, uma taxa de juro de curto prazo e o crédito à habitação como variáveis adicionais e são estimadas para o período compreendido entre o primeiro trimestre de 1995 e o último trimestre de 2019 (ou seja, excluindo o período da crise da COVID-19). "Alisadas" refere-se a médias móveis centradas em três períodos das semielasticidades estimadas, excluindo os pontos inicial e final. As linhas a tracejado referem-se a intervalos de confiança de 90%.

### Contudo, a evolução do mercado da habitação é afetada por outros fatores – incluindo os de natureza estrutural – para além das taxas hipotecárias.

Embora a evidência empírica das projeções locais aponte para correções em sentido descendente potencialmente significativas para o mercado da habitação da área do euro, também devem ser considerados outros fatores não captados pelos modelos. Estes fatores poderão aumentar a incerteza em torno das perspetivas para a habitação<sup>9</sup>. Na sequência da pandemia de COVID-19, as famílias parecem estar agora a atribuir maior valor a propriedades mais espaçosas que permitam às pessoas trabalhar a partir de casa, considerando mais atrativas zonas mais afastadas do local de trabalho<sup>10</sup>. Dados preliminares apontam para subidas de preços mais elevadas desde a pandemia de COVID-19 para habitações unifamiliares em alguns dos países da área do euro para os quais existem dados disponíveis (gráfico D, painel a). Adicionalmente, os preços na área do euro aumentaram mais para imóveis fora das capitais da área do euro desde a pandemia de COVID-19 e a percentagem da população da área do euro que vive em

<sup>9</sup> Entre outros fatores, é provável que a atratividade da habitação para investimento diminua, dada a relativa estabilidade das taxas de rendibilidade do arrendamento em comparação com o aumento observado nas taxas de rendibilidade das obrigações. No entanto, a inflação mais elevada, que inclina a afetação de carteira no sentido de "ativos reais", como a habitação, poderá mitigar parcialmente este efeito.

<sup>10</sup> Ver, por exemplo, Bottero, M., Bravi, M., Caprioli, C., Dell'Anna, F., Dell'Ovo, M. e Oppio, A., "New Housing Preferences in the COVID-19 Era: A Best-to-Worst Scaling Experiment", *Computational Science and Its Applications – ICCSA 2021*, setembro de 2021, pp. 120-129, bem como Tajani, F., Morano, P., Di Liddo, F., Guarini, M. R. e Ranieri, R., "The Effects of Covid-19 Pandemic on the Housing Market: A Case Study in Rome (Italy)", *Computational Science and Its Applications – ICCSA 2021*, setembro de 2021, pp. 50-62.

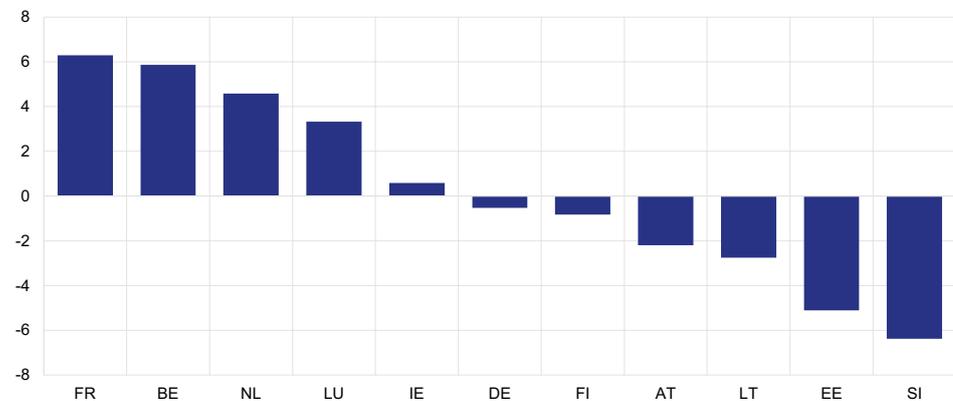
habitações unifamiliares aumentou em 2020 (gráfico D, painel b)<sup>11</sup>. A preferência por mais espaço poderá também apoiar o investimento em habitação. As alterações nas preferências em termos de habitação induzidas pela pandemia poderão contrariar taxas hipotecárias mais elevadas e explicar alguma da resiliência observada no mercado da habitação da área do euro.

### Gráfico D

Subidas dos preços das habitações unifamiliares em comparação com subidas dos preços das casas geminadas, preços da habitação na área do euro em termos agregados e preços da habitação nas capitais da área do euro e percentagem/variação da percentagem da população que vive em habitações unifamiliares

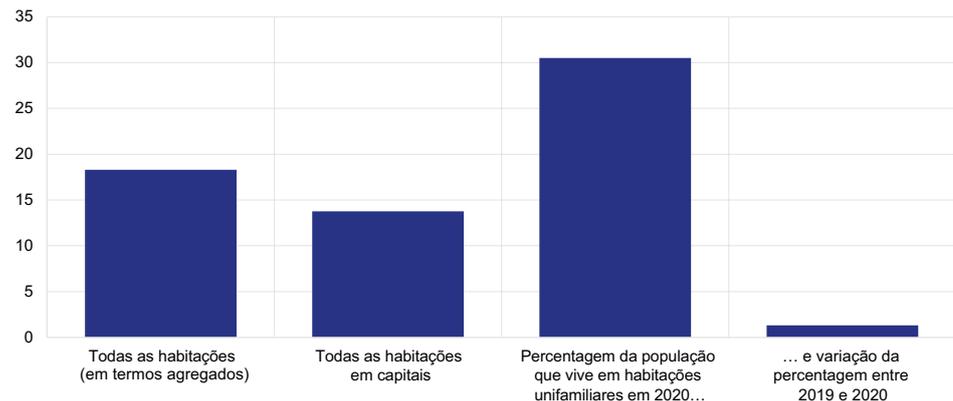
#### a) Subidas dos preços das habitações unifamiliares em comparação com subidas dos preços das casas geminadas

(diferenças em pontos percentuais desde o primeiro trimestre de 2020)



#### b) Preços da habitação na área do euro e percentagem/variação da percentagem da população que vive em habitações unifamiliares

(variação percentual dos preços desde o primeiro trimestre de 2021; percentagem da população em percentagem da população total, variação em pontos percentuais da percentagem da população)



Fontes: OCDE, BIS, Eurostat, BCE e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Painel a): Para a Alemanha e a Bélgica, os dados referem-se à diferença entre os preços das habitações e dos apartamentos. Os dados para a Alemanha, Estónia, Irlanda e Lituânia referem-se a todas as habitações (novas e existentes), enquanto para outros países se referem a habitações existentes. A última observação refere-se ao primeiro trimestre de 2022, exceto para o Luxemburgo, a Áustria e a Finlândia, para os quais se refere ao último trimestre de 2021. Painel b): As séries agregadas da área do euro para os preços da habitação são uma média ponderada com base nos pesos do PIB e incluem a Bélgica, Alemanha, Estónia, Irlanda, Espanha, França, Itália, Países Baixos, Áustria, Eslovénia e Finlândia.

<sup>11</sup> É de salientar que tais alterações nas preferências afetam os preços relativos do imobiliário e não os preços agregados.

## 5 Condições de liquidez e operações de política monetária de 20 de abril a 26 de julho de 2022

Por Ioana Duca-Radu e Juliane Kinsele

**A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE e a evolução da liquidez durante o terceiro e quarto períodos de manutenção de reservas de 2022.** No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 20 de abril de 2022 a 26 de julho de 2022 (o “período em análise”).

**A liquidez excedentária média no sistema bancário da área do euro aumentou 34,1 mil milhões de euros durante o período em análise, atingindo um máximo histórico de 4523,1 mil milhões de euros.** O aumento global foi impulsionado sobretudo por compras líquidas de ativos no âmbito do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) e parcialmente compensado por um crescimento dos fatores autónomos líquidos. O aumento ocorreu principalmente no terceiro período de manutenção, enquanto no quarto período de manutenção se verificou uma diminuição da liquidez excedentária média devido, sobretudo, aos reembolsos das ORPA direcionadas III e à cessação das aquisições líquidas ao abrigo do APP em 1 de julho de 2022.

### Necessidades de liquidez

**No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma dos fatores autónomos líquidos e das reservas mínimas, aumentaram 25,3 mil milhões de euros, para 2602,8 mil milhões de euros.** Este aumento deveu-se quase na totalidade a uma subida dos fatores autónomos líquidos de 21,6 mil milhões de euros para 2443,7 mil milhões de euros (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”), sendo que as reservas mínimas obrigatórias cresceram apenas 3,7 mil milhões de euros para 159,1 mil milhões de euros.

**Os fatores autónomos de absorção de liquidez subiram, no período em análise, 63,4 mil milhões de euros para 3385,3 mil milhões de euros devido a aumentos em outros fatores autónomos e nas notas em circulação.** Outros fatores autónomos (ver o quadro A, abaixo, para mais informações) subiram 42,3 mil milhões de euros para 1145,7 mil milhões de euros no período em análise. As notas em circulação aumentaram 33,6 mil milhões de euros para 1596,9 mil milhões de euros, indicando um regresso aos padrões anteriores à pandemia. A procura acrescida, por motivos de precaução, em algumas jurisdições após a invasão da Ucrânia pela Rússia estabilizou no final do segundo período de manutenção. Isto significa que a média do primeiro e segundo períodos de manutenção não seguiu o seu padrão sazonal normal, que se caracteriza habitualmente pela devolução de notas após o período do Natal e o final do ano. Os depósitos das administrações públicas diminuíram apenas ligeiramente a uma média de 12,4 mil milhões de euros,

permanecendo numa média de 642,7 mil milhões de euros. Esta situação contrasta com a média de 749,0 mil milhões de euros, um máximo histórico, atingida no sexto período de manutenção de 2020, quando as administrações públicas da área do euro aumentaram as suas reservas de liquidez por motivos de precaução em resposta ao surto da pandemia de coronavírus (COVID-19) e à incerteza acrescida relativamente a receitas e despesas.

**Os fatores autónomos de cedência de liquidez aumentaram 42,0 mil milhões de euros para 942,0 mil milhões de euros.** Este aumento reflete, sobretudo, uma subida de 38,1 mil milhões de euros em disponibilidades líquidas sobre o exterior. De um modo geral, a subida dos fatores autónomos de absorção de liquidez mais do que compensou esta evolução, de modo que os fatores autónomos líquidos contribuíram para uma descida da liquidez excedentária.

O quadro A apresenta uma panorâmica dos fatores autónomos<sup>1</sup> referidos acima e respetivas variações.

## Quadro A

### Situação de liquidez do Eurosistema

#### Passivo

(médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 20 de abril de 2022 a 26 de julho de 2022						Período analisado anterior: 9 de fevereiro de 2022 a 19 de abril de 2022	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 20 de abril a 14 de junho		Quarto período de manutenção: 15 de junho a 26 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
<b>Fatores de liquidez autónomos</b>	<b>3 385,3</b>	<b>(+63,4)</b>	<b>3 346,9</b>	<b>(-8,6)</b>	<b>3 436,4</b>	<b>(+89,5)</b>	<b>3 321,9</b>	<b>(+149,9)</b>
Notas em circulação	1 596,9	(+33,6)	1 591,5	(+15,6)	1 604,0	(+12,4)	1 563,2	(+32,2)
Depósitos das administrações públicas	642,7	(-12,4)	624,1	(-43,7)	667,6	(+43,6)	655,2	(+50,0)
Outros fatores autónomos (líquidos) <sup>1)</sup>	1 145,7	(+42,3)	1 131,4	(+19,5)	1 164,9	(+33,5)	1 103,5	(+67,7)
<b>Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias</b>	<b>3 843,0</b>	<b>(+84,3)</b>	<b>3 888,3</b>	<b>(+117,8)</b>	<b>3 782,5</b>	<b>(-105,9)</b>	<b>3 758,7</b>	<b>(+85,7)</b>
dos quais reservas excedentárias isentas ao abrigo do sistema de dois níveis	942,2	(+19,1)	935,5	(+5,1)	948,9	(+13,4)	923,0	(+0,4)
dos quais reservas excedentárias não isentas ao abrigo do sistema de dois níveis	2 893,2	(+57,6)	2 952,8	(+112,7)	2 833,6	(-119,2)	2 835,6	(+85,3)
<b>Reservas mínimas obrigatórias<sup>2)</sup></b>	<b>159,1</b>	<b>(+3,7)</b>	<b>157,8</b>	<b>(+1,0)</b>	<b>160,9</b>	<b>(+3,1)</b>	<b>155,4</b>	<b>(+0,6)</b>
<b>Volume isento<sup>3)</sup></b>	<b>954,6</b>	<b>(+22,3)</b>	<b>946,6</b>	<b>(+5,9)</b>	<b>965,1</b>	<b>(+18,5)</b>	<b>932,3</b>	<b>(+3,3)</b>
<b>Facilidade permanente de depósito</b>	<b>680,2</b>	<b>(-50,2)</b>	<b>681,3</b>	<b>(-33,5)</b>	<b>678,7</b>	<b>(-2,7)</b>	<b>730,4</b>	<b>(-9,2)</b>
<b>Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

Fonte: BCE.

Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de 0,1 mil milhões de euros mais próximo. Os valores entre parênteses denotam as variações face ao período analisado ou de manutenção anterior.

1) Corresponde à soma de contas de reavaliação, outros créditos e responsabilidades de residentes na área do euro, capital e reservas.

2) Rubrica por memória que não consta do balanço do Eurosistema e, por conseguinte, não deve ser incluída no cálculo do total do passivo.

3) Para mais informação sobre reservas excedentárias isentas e não isentas, consultar o [sítio](#) do BCE (disponível apenas em inglês).

<sup>1</sup> Para mais pormenores sobre os fatores autónomos, ver o artigo intitulado [A gestão de liquidez do BCE](#), *Boletim Mensal*, BCE, maio de 2002.

## Ativo

(médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 20 de abril de 2022 a 26 de julho de 2022						Período analisado anterior: 9 de fevereiro de 2022 a 19 de abril de 2022	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 20 de abril a 14 de junho		Quarto período de manutenção: 15 de junho a 26 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
<b>Fatores de liquidez autónomos</b>	<b>942,0</b>	<b>(+42,0)</b>	<b>936,3</b>	<b>(+27,6)</b>	<b>949,7</b>	<b>(+13,4)</b>	<b>900,1</b>	<b>(+68,7)</b>
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	938,3	(+38,1)	934,2	(+21,0)	943,7	(+9,5)	900,2	(+41,8)
Ativos líquidos denominados em euros	3,7	(+3,9)	2,1	(+6,6)	6,0	(+3,9)	-0,1	(+26,9)
<b>Instrumentos de política monetária</b>	<b>7 125,9</b>	<b>(+59,5)</b>	<b>7 138,4</b>	<b>(+49,1)</b>	<b>7 109,1</b>	<b>(-29,3)</b>	<b>7 066,4</b>	<b>(+158,1)</b>
<b>Operações de mercado aberto</b>	<b>7 125,9</b>	<b>(+59,5)</b>	<b>7 138,4</b>	<b>(+49,1)</b>	<b>7 109,1</b>	<b>(-29,3)</b>	<b>7 066,4</b>	<b>(+158,1)</b>
Operações de crédito	2 178,3	(-22,5)	2 199,3	(-0,7)	2 150,3	(-49,0)	2 200,8	(-4,5)
OPR	0,7	(+0,4)	0,5	(+0,2)	1,0	(+0,5)	0,3	(+0,1)
ORPA com prazo de 3 meses	0,3	(+0,2)	0,2	(+0,1)	0,4	(+0,2)	0,1	(+0,0)
Operações das ORPA direcionadas III	2 174,6	(-22,6)	2 195,7	(-0,8)	2 146,4	(-49,4)	2 197,2	(-5,0)
PELTRO	2,8	(-0,4)	2,9	(-0,2)	2,6	(-0,3)	3,2	(+0,4)
Carteiras definitivas	4 947,6	(+82,0)	4 939,1	(+49,9)	4 958,8	(+19,7)	4 865,6	(+162,7)
Primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,4)
Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	0,5	(-0,5)	0,7	(-0,1)	0,2	(-0,5)	1,0	(-1,2)
Terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	300,2	(+3,9)	298,8	(+2,2)	302,1	(+3,3)	296,3	(-1,4)
Programa dos mercados de títulos de dívida	3,4	(-0,9)	3,3	(+0,0)	3,4	(+0,0)	4,2	(-2,3)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	26,0	(-0,9)	26,5	(-0,6)	25,4	(-1,1)	27,0	(-1,4)
Programa de compra de ativos do setor público	2 579,8	(+54,2)	2 572,3	(+38,8)	2 589,8	(+17,6)	2 525,6	(+37,9)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	341,1	(+14,5)	338,7	(+8,1)	344,2	(+5,5)	326,5	(+16,4)
Programa de compra de ativos devido a emergência pandémica	1 696,6	(+11,6)	1 698,8	(+1,5)	1 693,7	(-5,1)	1 685,1	(+115,1)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de 0,1 mil milhões de euros mais próximo. Os valores entre parênteses denotam as variações face ao período analisado ou de manutenção anterior.

## Outras informações com base na liquidez

(médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 20 de abril de 2022 a 26 de julho de 2022						Período analisado anterior: 9 de fevereiro de 2022 a 19 de abril de 2022	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 20 de abril a 14 de junho		Quarto período de manutenção: 15 de junho a 26 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados <sup>1)</sup>	2 602,8	(+25,3)	2 568,8	(-35,1)	2 648,0	(+79,2)	2 577,4	(+81,8)
Fatores autónomos líquidos <sup>2)</sup>	2 443,7	(+21,6)	2 411,1	(-36,1)	2 487,2	(+76,1)	2 422,1	(+81,2)
Liquidez excedentária <sup>3)</sup>	4 523,1	(+34,1)	4 569,7	(+84,3)	4 461,1	(-108,5)	4 489,1	(+76,4)

Fonte: BCE.

Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de 0,1 mil milhões de euros mais próximo. Os valores entre parênteses denotam as variações face ao período analisado ou de manutenção anterior.

1) Corresponde à soma dos fatores autónomos líquidos e das reservas mínimas obrigatórias.

2) Corresponde à diferença entre os fatores de liquidez autónomos no passivo e os fatores de liquidez autónomos no ativo. Para efeitos deste quadro, os elementos em fase de liquidação são também adicionados aos fatores autónomos líquidos.

3) Corresponde à soma de depósitos à ordem acima das reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente de depósito, menos o recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez.

## Evolução das taxas de juro

(médias; percentagens)

	Período em análise atual: 20 de abril de 2022 a 26 de julho de 2022						Período analisado anterior: 9 de fevereiro de 2022 a 19 de abril de 2022	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 20 de abril a 14 de junho		Quarto período de manutenção: 15 de junho a 26 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
OPR	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidade permanente de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
€STR	-0,583	(-0,003)	-0,584	(-0,002)	-0,581	(+0,003)	-0,579	(-0,003)
Índice da <i>RepoFunds rate</i> do euro	-0,646	(-0,008)	-0,642	(+0,002)	-0,652	(-0,010)	-0,638	(+0,108)

Fontes: BCE e CME Group.

Nota: Os valores entre parênteses denotam as variações face ao período analisado ou de manutenção anterior.

## Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

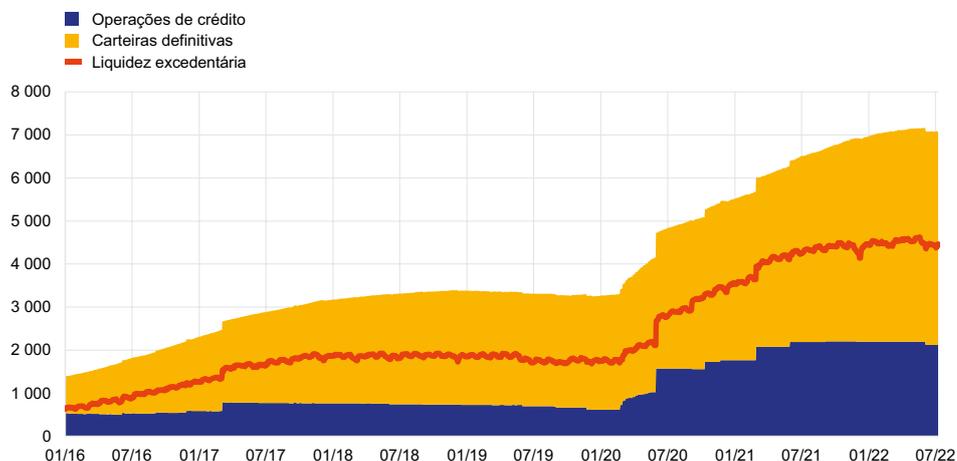
**O montante médio de liquidez cedida através de instrumentos de política monetária aumentou 59,5 mil milhões de euros, passando para 7125,9 mil milhões de euros durante o período em análise (gráfico A).** Este aumento

ocorreu principalmente no terceiro período de manutenção e deveu-se a sucessivas aquisições líquidas ao abrigo do APP. No quarto período de manutenção, cessaram as aquisições líquidas no âmbito do APP (em 1 de julho) e liquidaram-se os reembolsos voluntários ao abrigo das ORPA direcionadas III, o que resultou numa redução da liquidez excedentária.

## Gráfico A

### Evolução da liquidez cedida através de operações de mercado aberto e da liquidez excedentária

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 26 de julho de 2022.

#### O montante médio da liquidez cedida através de operações de crédito diminuiu 22,5 mil milhões de euros durante o período em análise.

Esta diminuição resultou sobretudo dos reembolsos voluntários das ORPA direcionadas III, no montante de 74,1 mil milhões de euros, realizados no final de junho, cujo efeito total nas médias do período em análise só se tornará visível no próximo período de manutenção. As operações principais de refinanciamento (OPR) e as operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) com prazo de 3 meses continuaram a desempenhar apenas um papel reduzido, com o recurso médio a subir ligeiramente em 0,4 mil milhões de euros e em 0,2 mil milhões de euros, respetivamente, em comparação com o período analisado anterior.

#### Ao mesmo tempo, as carteiras definitivas aumentaram 82,0 mil milhões de euros, passando para 4947,6 mil milhões de euros, devido a aquisições líquidas ao abrigo do APP.

A evolução do APP foi principalmente impulsionada por aquisições líquidas no âmbito do programa de compra de ativos do setor público, que aumentaram, em média, 54,2 mil milhões de euros, situando-se em 2579,8 mil milhões de euros. As aquisições líquidas no âmbito do programa de compra de ativos do setor empresarial aumentaram, em média, 14,5 mil milhões de euros, para 341,1 mil milhões de euros. Os outros programas ao abrigo do APP registaram apenas alterações reduzidas. As posições médias no contexto do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) situam-se em 1696,6 mil milhões de euros. Ainda que as aquisições líquidas ao abrigo do PEPP tenham sido descontinuadas no final de março de 2022, continuam a realizar-se reinvestimentos de montantes de capital dos títulos vincendos. Os títulos vincendos detidos em programas não ativos, que incluem o programa dos mercados de títulos de dívida e o primeiro e segundo programas de compra de obrigações com ativos subjacentes, registaram uma redução da sua dimensão em termos agregados de 1,4 mil milhões de euros.

## Liquidez excedentária

**A liquidez excedentária média aumentou 34,1 mil milhões de euros, atingindo um novo máximo histórico de 4523,1 mil milhões de euros (gráfico A).** Reflete a diferença entre a liquidez total cedida ao sistema bancário e as necessidades de liquidez dos bancos. Os depósitos à ordem das instituições de crédito que ultrapassam as reservas mínimas (reservas excedentárias) cresceram 84,3 mil milhões de euros para 3843,0 mil milhões de euros, enquanto a utilização média da facilidade permanente de depósito diminuiu 50,2 mil milhões de euros, situando-se em 680,2 mil milhões de euros. A liquidez excedentária diária registou um pico em 14 de junho, o último dia do terceiro período de manutenção, de 4622,4 mil milhões de euros.

**As reservas excedentárias isentas da taxa de juro negativa aplicada à facilidade permanente de depósito ao abrigo do sistema de dois níveis<sup>2</sup> aumentaram 19,1 mil milhões de euros para 942,2 mil milhões de euros. A liquidez excedentária não isenta, que inclui a facilidade permanente de depósito, aumentou ligeiramente, em 7,4 mil milhões de euros, atingindo 3573,4 mil milhões de euros.** A taxa de utilização agregada do montante isento máximo, ou seja, o rácio entre as reservas isentas e o valor máximo que poderia ser isento<sup>3</sup>, tem permanecido acima de 98% desde o terceiro período de manutenção de 2020. Durante o período em análise em curso, registou um valor marginalmente inferior, de 98,7%, comparando com 99,0% no período em análise anterior. As reservas excedentárias isentas representaram 20,8% da liquidez excedentária total, em comparação com 20,6% no período analisado anterior.

## Evolução das taxas de juro

**A média da €STR manteve-se globalmente inalterada em -58,3 pontos base durante o período em análise.** Em resultado do nível elevado de liquidez excedentária, a €STR permanece relativamente inelástica a flutuações na liquidez, mesmo que consideráveis. As taxas diretoras do BCE – as taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento e às facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez – mantiveram-se inalteradas no período em análise. A subida de 50 pontos base nas taxas de juro diretoras do BCE só entrou em vigor após o período em análise ter terminado e a sua influência será analisada na próxima caixa relativa às condições de liquidez.

**A repo rate média da área do euro, calculada pelo índice da RepoFunds rate do euro, manteve-se também globalmente inalterada em -64,6 pontos base.** Não obstante o nível médio ter permanecido, em larga medida, inalterado, o padrão de fim de trimestre foi particularmente pronunciado no final de junho, quando o índice da RepoFunds rate do euro registou um nível de -1,145%, que corresponde ao seu mínimo, excluindo os fins de ano, desde outubro de 2014.

<sup>2</sup> Para mais informação sobre o sistema de dois níveis para a remuneração de reservas excedentárias, consultar o [sítio](#) do BCE (disponível apenas em inglês).

<sup>3</sup> O montante isento máximo corresponde à soma das reservas mínimas e o valor da isenção, que equivale a seis vezes o valor das reservas mínimas.

## 6 Padrões mínimos comuns para a incorporação dos riscos relacionados com as alterações climáticas nos sistemas internos de avaliação de crédito do Eurosistema

Por Julia Körding e Florian Resch<sup>1</sup>

**Os sistemas internos de avaliação de crédito (SIAC) precisam de ter em conta todos os fatores de risco relevantes, incluindo as alterações climáticas, para assegurar que os ativos apresentados como garantia nas operações de política monetária permanecem adequados.** As alterações climáticas e a transição para uma economia mais ecológica afetam o objetivo primordial do BCE de manutenção da estabilidade de preços, devido ao impacto que têm na economia e no perfil de risco e valor dos ativos no balanço do Eurosistema. Em 8 de julho de 2021, o BCE publicou um [plano de ação](#), acompanhado de um [roteiro](#), para a inclusão de considerações sobre as alterações climáticas na sua estratégia e operações de política monetária. Um aspeto abordado neste último documento é a avaliação dos riscos relacionados com as alterações climáticas nas notações de crédito aplicáveis aos ativos de garantia. É necessário que tanto o risco de transição como o risco físico sejam considerados na avaliação do risco de crédito, dado que podem afetar o crescimento, o desempenho financeiro, a posição no mercado e o modelo de negócio de uma empresa e, conseqüentemente, a sua qualidade creditícia. Por conseguinte, o Eurosistema desenvolveu padrões mínimos comuns para a incorporação dos riscos relacionados com as alterações climáticas nas notações dos SIAC. Os padrões mínimos comuns foram acordados pelo BCE e entrarão em vigor até ao final de 2024, como [anunciado](#) em 4 de julho de 2022.

### Os SIAC – a fonte interna do Eurosistema para a notação de direitos de crédito

**No âmbito do quadro de ativos de garantia do Eurosistema, os SIAC desenvolvidos por sete bancos centrais nacionais da área do euro são uma importante fonte de avaliação do risco de crédito de ativos de garantia não transacionáveis (direitos de crédito, ou seja, créditos sobre terceiros)<sup>2</sup>.**

As contrapartes podem utilizar as notações dos SIAC para mobilizar, como ativos de garantia, empréstimos concedidos a sociedades não financeiras, incluindo pequenas e médias empresas (PME). Na maioria dos casos, esses empréstimos não são avaliados por instituições externas de avaliação de crédito. No final de 2021, os SIAC classificaram 34% do valor dos ativos de garantia não transacionáveis, após a

<sup>1</sup> A presente caixa tem por base um extenso trabalho relacionado com o desenvolvimento de padrões mínimos comuns para a incorporação dos riscos relacionados com as alterações climáticas nas notações dos sistemas internos de avaliação de crédito. Além dos contribuidores acima mencionados, contribuíram igualmente os seguintes colegas do BCE e dos bancos centrais nacionais: L. Auria, J. Braun, S. Caleiro, S. Ciummo, T. Fluteau, P.-Y. Gauthier, F. Giovannelli, A. Maldonado, F. Monterisi e S. Wukovits.

<sup>2</sup> Auria, Bingmer, Caicedo Graciano et al., [Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais do BCE*, n.º 284, Frankfurt, outubro de 2021.

aplicação de margens de avaliação. Um conjunto de regras a nível do Eurosistema assegura a aplicação de processos harmonizados e a incorporação dos principais fatores de risco relevantes nas avaliações. O processo de notação envolve um modelo estatístico, que compreende normalmente rácios financeiros, seguindo-se uma análise especializada que cobre informação qualitativa e dados quantitativos suplementares. A avaliação por técnicos especializados inclui uma análise dos pontos fortes e fracos da empresa e das suas ligações com a empresa-mãe e filiais, uma avaliação da sua administração e uma análise do contexto setorial e económico. Os SIAC já começaram a identificar as alterações climáticas como um fator de risco nas suas análises. O Conselho do BCE acordou um conjunto de padrões mínimos comuns para a incorporação dos riscos relacionados com as alterações climáticas no processo de notação. Esses padrões mínimos comuns serão implementados até ao final de 2024.

## Princípios fundamentais para a incorporação dos riscos relacionados com as alterações climáticas nas notações dos SIAC

**Os padrões mínimos comuns estipulam que a análise dos riscos relacionados com as alterações climáticas tem de respeitar os mesmos padrões elevados de qualidade e fiabilidade que a avaliação de qualquer outro fator de risco e tem de ser integrada no processo de notação regular.** Os padrões especificam os requisitos aplicáveis às fontes de dados, à metodologia e aos processos a utilizar. Visto que as notações dos SIAC são utilizadas no âmbito do quadro de avaliação do crédito do Eurosistema (*Eurosystem credit assessment framework – ECAF*) como fonte de avaliação do risco de crédito, os SIAC seguirão o conceito de “materialidade única”, ou seja, apenas considerarão os riscos relevantes e materiais em termos da qualidade creditícia de uma empresa. Na sua avaliação, distinguirão entre o risco de transição e o risco físico e terão em conta os diferentes canais de transmissão. A análise deve ser efetuada a nível da empresa sempre que estejam disponíveis dados suficientes e fiáveis. A definição e incorporação dos riscos relacionados com as alterações climáticas no processo de notação para avaliar o seu impacto financeiro estão em consonância com as recomendações do Grupo de Trabalho para a Divulgação de Informações sobre a Exposição Financeira às Alterações Climáticas (*Task Force on Climate-related Financial Disclosures – TCFD*) do Conselho de Estabilidade Financeira<sup>3</sup>.

**As avaliações dos SIAC dos riscos relacionados com as alterações climáticas centrar-se-ão principalmente nas empresas mais afetadas e nas empresas que representam o maior risco para o Eurosistema devido à sua dimensão. A análise destas empresas será, por conseguinte, mais abrangente.** A aplicação do princípio da proporcionalidade é coerente com a maior disponibilidade de dados prevista na proposta de diretiva em matéria de comunicação de informações sobre a sustentabilidade das empresas (*Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD*)<sup>4</sup>. A análise dos riscos relacionados com as alterações climáticas que afetam

<sup>3</sup> TCFD, [Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures](#), Basileia, junho de 2017.

<sup>4</sup> Proposta de [Corporate Sustainability Reporting Directive](#), abril de 2021.

a qualidade creditícia de sociedades não financeiras será realizada aplicando a seguinte ordem de prioridade:

- grandes empresas de setores altamente poluentes;
- PME de setores altamente poluentes para as quais estão disponíveis dados a nível da empresa;
- outras grandes empresas;
- outras PME para as quais estão disponíveis dados a nível da empresa.

Para as restantes empresas, recomenda-se fortemente que os SIAC considerem uma avaliação setorial/regional.

## Dados e metodologias para a incorporação dos riscos relacionados com as alterações climáticas

**Os SIAC procurarão obter informação a nível da empresa para avaliar os riscos relacionados com as alterações climáticas.** Nas suas avaliações, precisarão de combinar dados sobre os fatores de risco de uma empresa (por exemplo, preços do carbono), a exposição ao risco (por exemplo, emissões de gases com efeito de estufa) e a vulnerabilidade após a introdução de medidas de mitigação (por exemplo, tecnologia para reduzir as emissões) para cada tipo de riscos relacionados com as alterações climáticas. A disponibilidade de dados fiáveis e comparáveis para todos será um desafio tanto para os SIAC como para outras fontes de avaliação de crédito, especialmente no curto prazo. Os requisitos de divulgação propostos na CSRD representam um grande avanço no sentido de uma abordagem harmonizada desta questão. Os SIAC utilizarão as divulgações das empresas nos termos da CSRD como principal fonte de dados sobre os riscos relacionados com as alterações climáticas, assim que essas divulgações estejam disponíveis. Também se recomenda fortemente que obtenham dados a nível da empresa através de outras fontes (por exemplo, divulgações nos termos da diretiva relativa à divulgação de informações não financeiras<sup>5</sup> ou do [sistema de comércio de licenças de emissão da União Europeia](#)) e recorram a informações setoriais ou regionais nos casos em que não seja possível obter informações a nível da empresa.

**Os SIAC reconhecem a dificuldade de avaliar as implicações dos riscos a mais longo prazo relacionados com as alterações climáticas no horizonte de previsão de um ano das suas notações.** Os SIAC tencionam dar resposta a este desafio metodológico por etapas. Na etapa 1, identificarão e avaliarão os riscos relacionados com as alterações climáticas relevantes para uma empresa numa perspetiva para além do horizonte de previsão do risco de crédito. Na etapa 2, centrar-se-ão então na avaliação da materialidade desses riscos, ou seja, em que medida afetam o risco de crédito da empresa no curto prazo.

<sup>5</sup> [Diretiva 2014/95/UE](#) do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2014, que altera a Diretiva 2013/34/UE no que se refere à divulgação de informações não financeiras e de informações sobre a diversidade por parte de certas grandes empresas e grupos (JO L 330 de 15.11.2014, p. 1).

### **Os métodos de avaliação dos riscos relacionados com as alterações climáticas basear-se-ão em técnicas avançadas.**

Os SIAC considerarão métodos e métricas assentes em normas de divulgação harmonizada e setoriais e aplicarão perspetivas prospetivas. Na suas divulgações nos termos da CSRD, espera-se que as empresas publiquem, sempre que possível, um conjunto alargado de indicadores baseados em metodologias normalizadas e comparáveis<sup>6</sup>. Esses dados podem ser diretamente utilizados em métricas ou combinados com dados de outras fontes. Visto que os efeitos esperados dos riscos relacionados com as alterações climáticas são observáveis com menor frequência e amplitude de dados históricos, os métodos e as métricas aplicados incluirão perspetivas prospetivas. Estes basear-se-ão em cenários harmonizados retirados das normas do setor, por exemplo os da Rede para a Ecologização do Sistema Financeiro (*Network for Greening the Financial System – NGFS*)<sup>7</sup>, de modo a apoiar uma avaliação coerente pelos diferentes SIAC.

### **As avaliações dos riscos relacionados com as alterações climáticas realizadas pelos SIAC serão transparentes e objetivas.**

Os SIAC documentarão as fontes de dados e a sua utilização, bem como os métodos e processos usados na avaliação dos riscos relacionados com as alterações climáticas. Para cada notação, serão documentados os resultados da avaliação dos riscos relacionados com as alterações climáticas e o ajustamento da notação do SIAC decorrente da consideração explícita desses resultados. Essa informação pode ser utilizada na análise anual da adequação das avaliações de risco de crédito dos SIAC e para apoiar as verificações da validade das avaliações dos riscos relacionados com as alterações climáticas. Atendendo à falta de dados históricos para verificações *a posteriori*, estas últimas podem limitar-se a exercícios de avaliação comparativa e a avaliações qualitativas no curto prazo.

## Aplicação e evolução futura

### **Os padrões mínimos comuns para os SIAC constituem um marco importante na melhor incorporação dos riscos relacionados com as alterações climáticas no quadro de ativos de garantia do Eurosistema.**

Ao incorporá-las explicitamente nas notações, os padrões mínimos apoiam uma avaliação coerente desses riscos e a aplicação das correspondentes decisões de gestão do risco. Os SIAC estão atualmente a intensificar ainda mais o seu trabalho no sentido de incorporar os riscos relacionados com as alterações climáticas nas suas avaliações. Todos os SIAC aplicarão os padrões mínimos comuns a partir do final de 2024. Uma maior disponibilidade de dados fiáveis e comparáveis e métodos aperfeiçoados deverão resultar numa evolução das melhores práticas. Os SIAC estão empenhados em continuar a desenvolver, acompanhar e contribuir para essa evolução e ponderarão a incorporação de aspetos conexos, como riscos ambientais e relativos à biodiversidade. Visarão, portanto, dar o exemplo, incorporando uma cultura de avaliação de crédito que reflita adequadamente um dos nossos principais desafios atuais: os riscos relacionados com as alterações climáticas.

<sup>6</sup> Grupo Consultivo para a Informação Financeira na Europa, [Climate standard prototype](#), Bruxelas, setembro de 2021.

<sup>7</sup> NGFS, [Scenarios Portal](#).

© Banco Central Europeu, 2022

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

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

Este Boletim foi preparado sob a responsabilidade da Comissão Executiva do BCE. As traduções são elaboradas e publicadas pelos bancos centrais nacionais.

Para obter terminologia específica, por favor consulte o [Glossário do BCE](#) (disponível apenas em língua inglesa).

ISSN 2363-3530 (pdf)  
N.º de catálogo da UE QB-BP-22-006-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep