



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 8 / 2022



Índice

Evolução económica, financeira e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	10
2 Atividade económica	19
3 Preços e custos	28
4 Evolução do mercado financeiro	36
5 Condições de financiamento e evolução do crédito	42
6 Evolução orçamental	51
Caixas	56
1 Evolução da inflação na área do euro e nos Estados Unidos	56
2 A Croácia adota o euro	63
3 O impacto dos preços mais elevados dos produtos energéticos no consumo de bens e serviços na área do euro	69
4 Dinâmica salarial nos países da área do euro desde o início da pandemia	73
5 Acesso das empresas ao financiamento e ciclo económico: dados do SAFE	78
6 Condições de liquidez e operações de política monetária de 27 de julho a 1 de novembro de 2022	84
7 Que informação proporciona o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro acerca da evolução futura dos empréstimos?	91
8 Implicações em termos de política orçamental dos projetos de planos orçamentais para 2023 dos países da área do euro	101

Evolução económica, financeira e monetária

Apreciação global

Em 15 de dezembro de 2022, o Conselho do BCE decidiu aumentar as três taxas de juro diretoras do BCE em 50 pontos base e, com base na revisão em alta substancial das perspetivas quanto à inflação, espera continuar a aumentá-las. Mais especificamente, o Conselho do BCE considera que as taxas de juro ainda terão de aumentar de forma significativa a um ritmo constante, no sentido de serem atingidos níveis que sejam suficientemente restritivos para assegurar um retorno atempado da inflação ao objetivo de 2% a médio prazo. Manter as taxas de juro em níveis restritivos reduzirá, com o tempo, a inflação, ao refrear a procura, e protegerá também contra o risco de uma persistente deslocação em sentido ascendente 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.

As taxas de juro diretoras do BCE são o principal instrumento ao dispor do Conselho do BCE para estabelecer a orientação da política monetária. Na sua reunião em dezembro, o Conselho do BCE também debateu os princípios para normalizar os títulos detidos pelo Eurosistema para fins de política monetária. A partir do início de março de 2023, a carteira do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) diminuirá a um ritmo comedido e previsível, dado que o Eurosistema não reinvestirá a totalidade dos pagamentos de capital de títulos vencidos. A diminuição ascenderá, em média, a 15 mil milhões de euros por mês até ao final do segundo trimestre de 2023 e o seu ritmo subsequente será determinado com o tempo.

Na sua reunião de fevereiro de 2023, o Conselho do BCE anunciará os parâmetros detalhados para a redução das posições do APP. O Conselho do BCE reavaliará com regularidade o ritmo de redução da carteira do APP para assegurar que permanece coerente com a estratégia geral e a orientação da política monetária, para preservar o funcionamento do mercado e para manter um controlo firme das condições do mercado monetário de curto prazo. No final de 2023, o Conselho do BCE reanalisará também o seu quadro operacional utilizado para influenciar as taxas de juro de curto prazo, o que proporcionará informação no que toca ao culminar do processo de normalização do balanço.

Na sua reunião de dezembro de 2022, o Conselho do BCE decidiu aumentar as taxas de juro, e espera continuar a aumentá-las significativamente, visto que a inflação permanece demasiado elevada e se projeta que continue acima do objetivo durante demasiado tempo. De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação situou-se em 10,0% em novembro, sendo esta taxa ligeiramente inferior à de 10,6% registada em outubro. A descida deveu-se sobretudo à menor inflação dos preços dos produtos energéticos. A inflação dos preços dos produtos alimentares

e as pressões subjacentes sobre os preços no conjunto da economia intensificaram-se e persistirão durante algum tempo. Num contexto de incerteza excepcional, os especialistas do Eurosistema reviram significativamente em alta as suas projeções para a inflação. Estes consideram agora que a inflação média atingirá 8,4% em 2022 e descerá depois para 6,3% em 2023, esperando-se uma descida acentuada da inflação no decurso do ano. Projeta-se então que a inflação se situe, em média, em 3,4% em 2024 e 2,3% em 2025. Quanto à inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, projeta-se que seja, em média, de 3,9% em 2022 e aumente para 4,2% em 2023, descendo depois para 2,8% em 2024 e 2,4% em 2025.

A atividade económica na área do euro poderá registar uma contração no quarto trimestre de 2022 e no primeiro trimestre de 2023, devido à crise energética, à elevada incerteza, ao enfraquecimento da atividade económica mundial e às condições de financiamento mais restritivas. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, uma recessão seria relativamente curta e pouco profunda. Prevê-se, todavia, que o crescimento seja fraco em 2023, tendo este sido revisto significativamente em baixa em comparação com as projeções de setembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE. Para além do curto prazo, projeta-se que o crescimento registre uma recuperação com o desvanecimento gradual dos atuais fatores adversos. Em geral, as projeções de dezembro de 2022 indicam agora que a economia registará uma taxa de crescimento de 3,4% em 2022, 0,5% em 2023, 1,9% em 2024 e 1,8% em 2025.

Atividade económica

As perspetivas económicas mundiais deterioraram-se face à considerável incerteza geopolítica, à inflação elevada e crescente e às condições financeiras restritivas. De acordo com as projeções de dezembro de 2022, prevê-se que a taxa de crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) abrande para 2,6% em 2023, abaixo da sua média de longo prazo, recuperando depois gradualmente para 3,1% e 3,3% em 2024 e 2025, respetivamente. Estas perspetivas são mais fracas do que as descritas nas projeções de setembro de 2022. As perspetivas para o comércio mundial e a procura externa da área do euro também se deterioraram em comparação com as projeções de setembro de 2022. As pressões sobre os preços a nível mundial continuam a ser generalizadas e elevadas, num contexto de procura ainda relativamente robusta, restritividade dos mercados de trabalho e preços elevados dos produtos alimentares, mas espera-se que 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.

O crescimento económico na área do euro abrandou para 0,3% no terceiro trimestre do ano. A inflação elevada e as condições de financiamento mais restritivas estão a travar a despesa e a produção ao reduzirem os rendimentos reais das famílias e elevarem os custos das empresas. A economia mundial também está a abrandar, num contexto de persistente incerteza geopolítica, sobretudo devido à guerra injustificada da Rússia contra a Ucrânia e o seu povo, e condições de financiamento mais restritivas a nível mundial. A anterior deterioração dos termos de troca, refletindo o aumento mais rápido dos preços das importações do que dos preços das exportações, continua a pesar sobre o poder de compra na área do euro.

Do lado positivo, o emprego aumentou 0,3% no terceiro trimestre, tendo o desemprego atingido um novo mínimo histórico de 6,5% em outubro. A subida dos salários deverá repor algum do poder de compra perdido, apoiando o consumo. Contudo, com o enfraquecimento da economia, é provável que a criação de emprego abrande, podendo o desemprego aumentar nos próximos trimestres.

As perspetivas para a área do euro deterioraram-se um pouco, com um crescimento mais fraco e uma inflação mais elevada e persistente do que o considerado nas projeções de setembro de 2022. Os especialistas esperam agora uma recessão de curta duração e pouco profunda na área do euro na viragem do ano. Com as consequências económicas da guerra na Ucrânia a manifestarem-se e a alimentar as fortes pressões inflacionistas, a confiança dos consumidores e das empresas manteve-se modesta, estando o rendimento disponível real a ser erodido e a escalada das pressões sobre os custos a restringir a produção, especialmente nos setores com grande consumo energético. Espera-se que as repercussões económicas negativas sejam parcialmente mitigadas por medidas de política orçamental. Além disso, os níveis elevados de existências de gás natural e os esforços em curso para reduzir a procura de gás russo e substituí-lo por fontes alternativas implicam que se espera que a área do euro evite cortes obrigatórios da produção relacionados com os produtos energéticos ao longo do horizonte de projeção, ainda que os riscos de perturbações do aprovisionamento energético permaneçam elevados, em particular para o inverno de 2023/2024. No médio prazo, com o reequilíbrio do mercado de produtos energéticos, espera-se uma diminuição da incerteza e uma melhoria dos rendimentos reais. Consequentemente, deverá verificar-se uma retoma do crescimento económico, apoiado também pelo fortalecimento da procura externa e pela resolução dos restantes estrangulamentos no abastecimento, ainda que as condições de financiamento sejam menos favoráveis. O mercado de trabalho deverá manter-se relativamente resiliente à ligeira recessão que se aproxima, refletindo a retenção de trabalhadores num contexto de escassez ainda significativa de mão de obra. De um modo geral, espera-se que o crescimento real médio anual do PIB abrande acentuadamente, de 3,4% em 2022 para 0,5% em 2023, recuperando depois para 1,9% em 2024 e 1,8% em 2025. Em comparação com as projeções de setembro de 2022, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em alta em 0,3 pontos percentuais para 2022 – devido a surpresas positivas durante o verão – e revistas em baixa em 0,4 pontos percentuais para 2023, mantendo-se inalteradas para 2024.

De acordo com as projeções de dezembro de 2022, o saldo orçamental da área do euro deteriorar-se-á em 2023, registando posteriormente uma melhoria, ao passo que a dívida pública diminuirá ao longo de todo o horizonte de projeção.

Na sequência da melhoria estimada para 2022 (de -5,1% do PIB em 2021 para -3,5% em 2022), projeta-se que o saldo orçamental desça para -3,7% em 2023. Esperam-se novas melhorias em 2024 e, em menor escala, em 2025, quando se projeta que o saldo orçamental se situe em -2,6% do PIB. No entanto, este nível é ainda muito inferior ao anterior à pandemia (-0,6%). Após o aumento acentuado em 2020, espera-se que a dívida pública agregada da área do euro diminua ao longo do horizonte de projeção e atinja 88% do PIB em 2025, permanecendo ainda acima do nível registado antes da pandemia (84%). Este decréscimo esperado deve-se principalmente aos diferenciais favoráveis entre taxa de juro e taxa de crescimento, em virtude do crescimento nominal do PIB, que mais do que compensa os défices primários persistentes, embora decrescentes.

As medidas de apoio orçamental para proteger a economia do impacto dos preços elevados dos produtos energéticos devem ser temporárias, direcionadas e adaptadas para preservar os incentivos a um menor consumo energético. É provável que medidas orçamentais aquém destes princípios exacerbem as pressões inflacionistas, o que requereria uma resposta mais forte da política monetária. Além disso, em consonância com o quadro de governação económica da UE, as políticas orçamentais devem ser orientadas para a consecução de uma economia da área do euro mais produtiva e a redução gradual da elevada dívida pública. Políticas destinadas a aumentar a capacidade de oferta da área do euro, especialmente no setor energético, podem ajudar a reduzir as pressões sobre os preços no médio prazo. Para o efeito, os governos devem implementar rapidamente os respetivos planos de reforma estrutural e investimento ao abrigo do programa “Next Generation EU”. A reforma do quadro de governação económica da UE deve ser concluída rapidamente.

Inflação

A inflação desceu para 10,0% em novembro, principalmente na sequência da menor inflação dos preços dos produtos energéticos, tendo a inflação dos serviços também descido ligeiramente. A inflação dos preços dos produtos alimentares registou, contudo, uma nova subida, situando-se em 13,6%, visto que os custos mais elevados dos fatores de produção alimentar foram transmitidos aos preços no consumidor. As pressões sobre os preços permanecem fortes nos vários setores, em parte devido ao impacto dos altos custos energéticos no conjunto da economia. A inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares manteve-se inalterada em 5,0% em novembro, e outras medidas da inflação subjacente também são elevadas.

As medidas orçamentais para compensar as famílias pelos preços elevados dos produtos energéticos e pela inflação deverão atenuar a inflação em 2023, mas elevá-la-ão assim que cessarem. Os estrangulamentos no abastecimento estão a abrandar gradualmente, apesar de os seus efeitos ainda estarem a contribuir para a inflação, fazendo subir sobretudo os preços dos bens. O mesmo se aplica ao

levantamento das restrições relacionadas com a pandemia: se bem que esteja a enfraquecer, o efeito da procura não satisfeita ainda está a fazer subir os preços, em especial no setor dos serviços. A depreciação do euro em 2022 também continua a repercutir-se nos preços no consumidor.

O crescimento salarial está a fortalecer-se, apoiado pela robustez dos mercados de trabalho e por alguma subida dos salários para compensar os trabalhadores pela inflação elevada. Visto que estes fatores deverão persistir, as projeções de dezembro de 2022 indicam que os salários registarão taxas de crescimento muito superiores às médias históricas e farão subir a inflação ao longo do período de projeção. A maioria das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo situa-se atualmente em torno de 2%, embora outras revisões, acima do objetivo, de alguns indicadores justifiquem um acompanhamento constante.

Num contexto de incerteza excecional, os especialistas do Eurosistema reviram significativamente em alta as suas projeções para a inflação. A inflação deverá descer de uma média de 8,4% em 2022 para 6,3% em 2023, baixando de 10% no último trimestre de 2022 para 3,6% no último trimestre de 2023. Espera-se, então, que desça para uma média de 3,4% em 2024 e de 2,3% em 2025. A descida da inflação ao longo do horizonte de projeção reflete fortes efeitos de base em sentido descendente relacionados com os produtos energéticos no decurso de 2023, o impacto gradual da normalização da política monetária do BCE iniciada em dezembro de 2021, as perspetivas de crescimento mais fracas, e o pressuposto decréscimo dos preços dos produtos energéticos e das matérias-primas alimentares, em consonância com os preços dos futuros, bem como o pressuposto de que as expectativas de inflação a mais longo prazo permanecerão ancoradas. A inflação global deverá descer para o objetivo de inflação de 2% a médio prazo do BCE no segundo semestre de 2025, ao passo que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares continuará a ser superior a 2% ao longo do horizonte. Esta persistência é impulsionada por efeitos indiretos desfasados dos preços elevados dos produtos energéticos e da anterior depreciação acentuada do euro (não obstante a recente apreciação ligeira), assim como por mercados de trabalho robustos e efeitos de compensação pela inflação sobre os salários, que se espera que registem taxas de crescimento muito acima das médias históricas em termos nominais (embora, em termos reais, permaneçam abaixo dos níveis observados antes da guerra na Ucrânia ao longo de todo o horizonte de projeção). Em comparação com as projeções de setembro de 2022, a inflação global foi objeto de uma revisão em alta substancial para 2022 (0,3 pontos percentuais), 2023 (0,8 pontos percentuais) e 2024 (1,1 pontos percentuais), refletindo surpresas recentes em termos de dados, uma reavaliação da força e da persistência das pressões acumuladas sobre os preços e suas repercussões, um crescimento mais forte dos salários e preços mais elevados das matérias-primas alimentares. Estes efeitos em sentido ascendente mais do que compensaram o impacto em sentido descendente dos pressupostos relativos aos preços mais baixos do petróleo, do gás e da eletricidade, um abrandamento mais rápido dos estrangulamentos no abastecimento, a recente apreciação do euro e perspetivas de crescimento mais fracas. É de salientar que novas medidas orçamentais decididas desde as projeções de setembro de 2022, a maioria das quais visa minorar os aumentos

dos preços dos produtos energéticos em 2023, reduzem a revisão em alta da inflação em 2023, mas contribuem significativamente para a revisão em alta em 2024, dado que se pressupõe que muitas das medidas cessarão.

Análise dos riscos

Os riscos para as perspetivas de crescimento económico apresentam-se do lado descendente, particularmente no curto prazo. A guerra contra a Ucrânia continua a representar um considerável risco em sentido descendente para a economia. Os custos dos produtos energéticos e dos produtos alimentares também podem manter-se persistentemente mais elevados do que o esperado. O crescimento da área do euro pode ser ainda mais restringido, caso o enfraquecimento da economia mundial seja mais acentuado do que o esperado.

Os riscos para as perspetivas de inflação encontram-se sobretudo do lado ascendente. No curto prazo, as atuais pressões acumuladas podem levar a uma subida mais forte do que o esperado dos preços a retalho dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. No médio prazo, os riscos decorrem principalmente de fatores internos, como uma subida persistente das expectativas de inflação para níveis acima do objetivo de 2% do BCE ou aumentos salariais superiores ao previsto. Em contrapartida, uma descida dos custos energéticos ou um novo enfraquecimento da procura reduziriam as pressões sobre os preços.

Condições monetárias e financeiras

À medida que o BCE aumenta a restritividade da política monetária, o recurso a empréstimos está a tornar-se mais cara para as empresas e as famílias. A disponibilização de crédito às empresas permanece robusta, com as empresas a substituírem obrigações por empréstimos bancários e a utilizar o crédito para financiar os custos mais elevados de produção e investimento. As famílias estão a contrair menos empréstimos, devido ao aumento da restritividade dos critérios de concessão de crédito, à subida das taxas de juro, à deterioração das perspetivas para o mercado da habitação e à menor confiança dos consumidores.

Em conformidade com a estratégia de política monetária, o Conselho do BCE procede, duas vezes por ano, a uma análise aprofundada da inter-relação entre a política monetária e a estabilidade financeira. A conjuntura de estabilidade financeira deteriorou-se desde a última análise em junho de 2022, devido a uma economia mais fraca e ao crescente risco de crédito. Além disso, as vulnerabilidades dos soberanos aumentaram face a perspetivas económicas e posições orçamentais mais fracas. Condições de financiamento mais restritivas mitigariam a acumulação de vulnerabilidades financeiras e reduziriam os riscos extremos para a inflação no médio prazo, à custa de um risco de tensão sistémica mais elevado e de maiores riscos em sentido descendente para o crescimento no curto prazo. Acresce que as necessidades de liquidez de instituições financeiras não bancárias poderão amplificar a volatilidade do mercado. Ao mesmo tempo, os bancos da área do euro apresentam níveis de capital confortáveis, o que ajuda a reduzir os efeitos

secundários da política monetária mais restritiva sobre a estabilidade financeira. A política macroprudencial permanece a primeira linha de defesa na preservação da estabilidade financeira e na resposta a vulnerabilidades de médio prazo.

Decisões de política monetária

Na sua reunião de dezembro, o Conselho do BCE decidiu aumentar as três taxas de juro diretas do BCE em 50 pontos base e, com base na revisão em alta substancial das perspetivas quanto à inflação, espera continuar a aumentá-las. 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 2,50%, 2,75% e 2,00%, respetivamente, com efeitos a partir de 21 de dezembro de 2022. O Conselho do BCE considera que as taxas de juro ainda terão de aumentar de forma significativa a um ritmo constante, no sentido de serem atingidos níveis que sejam suficientemente restritivos para assegurar um retorno atempado da inflação ao objetivo de 2% a médio prazo. Manter as taxas de juro em níveis restritivos reduzirá, com o tempo, a inflação, ao refrear a procura, e protegerá também contra o risco de uma persistente deslocação em sentido ascendente das expectativas de inflação. As futuras decisões do Conselho do BCE sobre as taxas de juro diretas continuarão a depender dos dados e a seguir uma abordagem reunião a reunião.

O Conselho do BCE pretende continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no contexto do APP até ao final de fevereiro de 2023. Subsequentemente, a carteira do APP diminuirá a um ritmo comedido e previsível, dado que o Eurosistema não reinvestirá a totalidade dos pagamentos de capital de títulos vincendos. A diminuição ascenderá, em média, a 15 mil milhões de euros por mês até ao final do segundo trimestre de 2023 e o seu ritmo subsequente será determinado com o tempo. No que respeita ao programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – 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. O Conselho do BCE continuará a aplicar flexibilidade no reinvestimento dos reembolsos previstos no âmbito da carteira do PEPP, a fim de contrariar os riscos para o mecanismo de transmissão da política monetária relacionados com a pandemia.

Como os bancos estão a reembolsar os montantes dos empréstimos obtidos no âmbito das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas, o Conselho do BCE avaliará regularmente a forma como estas operações estão a contribuir para a orientação da política monetária.

O Conselho do BCE está preparado para ajustar todos os seus instrumentos, no âmbito do seu mandato, a fim de assegurar o retorno da inflação ao seu 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

As perspetivas económicas mundiais deterioraram-se face à considerável incerteza geopolítica, à inflação elevada e crescente e às condições financeiras restritivas. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, projeta-se que o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) abrande para 2,6% em 2023, abaixo da sua média de longo prazo, recuperando depois gradualmente para 3,1% e 3,3% em 2024 e 2025, respetivamente. Estas perspetivas são mais fracas do que as descritas nas projeções macroeconómicas de setembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE. As perspetivas para o comércio mundial e a procura externa da área do euro também se deterioraram em comparação com as projeções de setembro. As pressões sobre os preços a nível mundial continuam a ser generalizadas e elevadas, num contexto de procura ainda relativamente robusta, restritividade dos mercados de trabalho e preços elevados dos produtos alimentares. No entanto, espera-se que 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.

No decurso de 2022, a economia mundial foi fustigada por vários choques que atenuaram o ritmo de crescimento e continuarão a pesar sobre as perspetivas mundiais. A guerra da Rússia contra a Ucrânia continua a causar perturbações nos mercados de produtos energéticos e de matérias-primas alimentares e os preços dos produtos energéticos permanecem voláteis, embora tenham descido desde as projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE. Além disso, a guerra está a nutrir a incerteza quanto à segurança alimentar, em particular nas economias de mercado emergentes. Até ao momento, a política de zero infeções com coronavírus (COVID-19) implementada na China, pelo menos até à data em que as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema foram finalizadas, e a recessão no setor residencial estão a pesar ainda mais sobre a atividade. Nas principais economias avançadas, a desaceleração da atividade económica em 2022 foi impulsionada pelo abrandamento da procura e pelo início de um ciclo de restritividade no início de 2022. A flexibilização das restrições relacionadas com a pandemia e dos estrangulamentos na cadeia de abastecimento desde a primavera, juntamente com a queda dos preços dos produtos energéticos, apoiou a atividade até ao terceiro trimestre.

Os dados de inquéritos continuam a apontar para uma moderação generalizada da atividade económica na viragem do ano, especialmente nas economias avançadas. Os índices do IGC mundiais compósitos (excluindo a área do euro) atingiram um pico em junho e têm vindo a seguir uma trajetória descendente desde então. Em novembro, os índices do IGC voltaram a cair abaixo do limiar neutro nas economias avançadas (excluindo a área do euro) e nos mercados emergentes, bem como nos setores da indústria transformadora e dos serviços (gráfico 1). No quarto trimestre de 2022, estima-se que o crescimento do

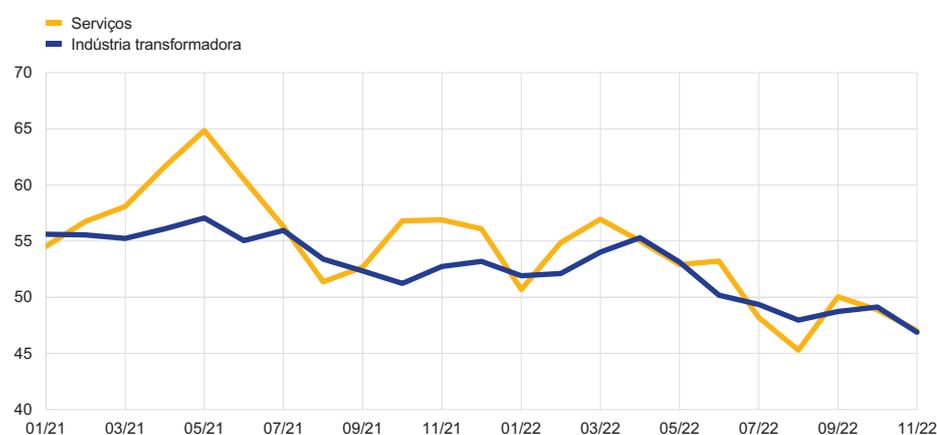
PIB real mundial (excluindo a área do euro) abrande para 0,3% em termos trimestrais em cadeia, face a 1,1% no terceiro trimestre, refletindo pressões inflacionistas ainda elevadas e persistentes e condições financeiras restritivas que continuam a afetar o rendimento disponível das famílias e a poupança acumulada durante a pandemia. Em comparação com as projeções de setembro, o crescimento no quarto trimestre foi revisto em baixa em 0,5 pontos percentuais, refletindo o crescimento projetado mais fraco tanto nas economias avançadas como nas emergentes.

Gráfico 1

IGC do produto por setor nas economias avançadas e nas economias de mercado emergentes

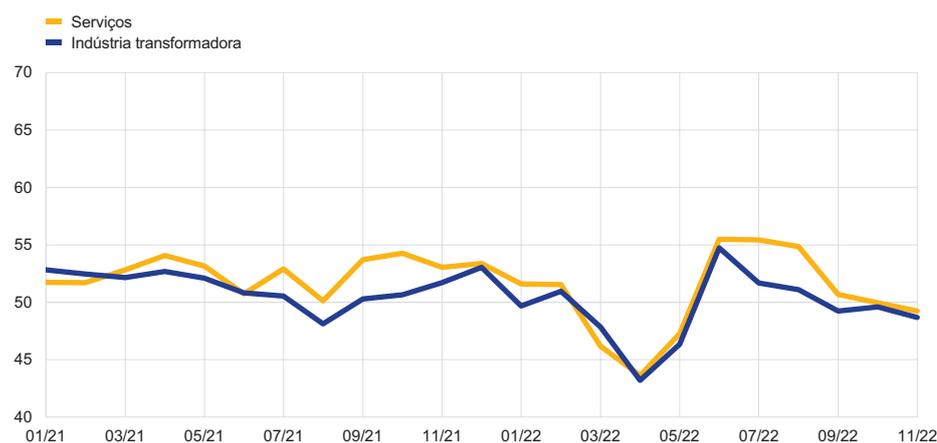
a) Economias avançadas (excluindo a área do euro)

(índices de difusão)



b) Economias de mercado emergentes

(índices de difusão)



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

Projeta-se que o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) diminua em 2023, recuperando depois de forma gradual em 2024 e 2025.

Em 2022, o crescimento do PIB mundial diminuiu para 3,3%. Projeta-se que registre novo abrandamento, situando-se em 2,6% em 2023, refletindo uma descida significativa do crescimento nas economias avançadas, incluindo os Estados Unidos

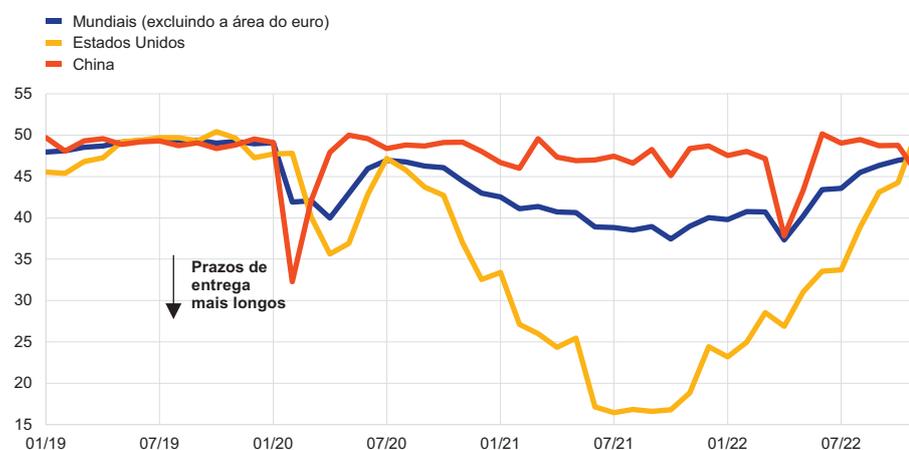
e o Reino Unido. Projeta-se que algumas economias de mercado emergentes resistam melhor aos fatores adversos atuais, tendo em conta as menores vulnerabilidades macrofinanceiras em comparação com anteriores ciclos de maior restritividade, em particular uma inflação mais baixa, menor exposição à dívida denominada em dólares dos Estados Unidos e desvios na taxa de câmbio reduzidos. No entanto, ainda existe uma heterogeneidade significativa mesmo neste grupo e as perspetivas permanecem frágeis em alguns países, como a China, devido às dificuldades no setor residencial e ao recente ressurgimento das infeções por COVID-19. Um ritmo de crescimento mais lento nos países da América Latina e o agravamento da recessão na Rússia, apesar de outra revisão em alta significativa do crescimento, especialmente para 2022, estão a atenuar as perspetivas de crescimento das economias de mercado emergentes. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) foi revisto em alta para 2022 (+0,4 pontos percentuais), mas em baixa para 2023 (-0,4 pontos percentuais) e 2024 (-0,3 pontos percentuais).

O enfraquecimento da atividade na indústria transformadora deverá pesar sobre o comércio mundial na viragem do ano. O comércio mundial permaneceu relativamente resiliente no primeiro semestre de 2022, uma vez que os fatores adversos da guerra da Rússia na Ucrânia e os estrangulamentos persistentes no abastecimento foram parcialmente compensados pela recuperação dos serviços de viagem e de transporte na sequência do levantamento das medidas de contenção da COVID-19. O dinamismo do comércio mundial de mercadorias (excluindo a área do euro; medido por variações trimestrais em cadeia) tem vindo a deteriorar-se desde julho, devido ao fraco crescimento nas economias avançadas. O IGC mundial para as novas encomendas de exportações (excluindo a área do euro), um indicador mais atempado do comércio mundial, também permaneceu em terreno negativo. As pressões sobre as cadeias de abastecimento continuam a atenuar-se gradualmente, embora a evolução relacionada com a COVID-19 na China represente um risco potencial em sentido descendente, particularmente no curto prazo. Em novembro, os prazos de entrega dos fornecedores no IGC mundial (excluindo a área do euro) registaram nova melhoria, situando-se em 47,3, e aumentaram para níveis acima do limiar expansionista (+50) nos Estados Unidos, enquanto na China caíram de 48,7 para 45,4 (gráfico 2), devido, em grande medida, à nova intensificação das medidas de contenção em novembro, face a um recrudescimento das infeções por COVID-19. No entanto, a situação permanece muito incerta, uma vez que as autoridades começaram a levantar as medidas de contenção no início de dezembro e estão a considerar a introdução de uma nova fase de medidas de combate ao vírus.

Gráfico 2

Prazos de entrega dos fornecedores no IGC

(índice)



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

As perspetivas para o crescimento do comércio mundial deterioraram-se, em consonância com as projeções para a atividade mundial.

As importações mundiais (excluindo a área do euro) registaram uma expansão de 5,6% em 2022, mas projeta-se que o crescimento abrande para 1,9% em 2023, recuperando depois para 3,3% em 2024 e permanecendo estável em 2025. Estima-se que a procura externa da área do euro tenha registado uma expansão de 6,0% em 2022. Projeta-se que o crescimento da procura externa registre uma desaceleração acentuada em 2023, para 1,2%, devido às perspetivas de crescimento mais fracas em alguns dos principais parceiros comerciais da área do euro. Para 2024 e 2025, espera-se que aumente para aproximadamente 3,0%, em consonância com a evolução das importações mundiais. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, a procura externa da área do euro foi revista em alta para 2022, a fim de refletir uma dinâmica do comércio mais forte do que o anteriormente esperado no segundo trimestre em algumas economias avançadas e em países da Europa Central e de Leste fora da área do euro. A procura externa da área do euro foi revista em baixa para 2023 e 2024, em consonância com o crescimento mais fraco da atividade. Para 2023, é parcialmente compensada por perspetivas mais sólidas para o comércio na Rússia, não obstante uma acentuada revisão em baixa do peso deste país na procura externa da área do euro¹.

¹ Embora os pesos da procura externa da área do euro sejam tipicamente atualizados utilizando médias móveis plurianuais, foi implementada uma redução *ad hoc* do peso da Rússia de 2,9% para 1,5% a partir do primeiro trimestre de 2023, com base em dados do comércio do segundo trimestre de 2022, a fim de ter em conta a forte redução da relação comercial com a área do euro e o facto de a projeção de referência pressupor que continuarão a vigorar sanções ao longo de todo o horizonte de projeção.

As pressões inflacionistas mundiais permanecem elevadas e generalizadas, refletindo o nível ainda relativamente robusto da procura, mercados de trabalho restritivos e preços elevados dos produtos alimentares, enquanto as pressões inflacionistas relacionadas com os produtos energéticos começaram a abrandar com a descida dos preços. A inflação global homóloga nos países da OCDE (excluindo a Turquia) aumentou para 8,3% em outubro face a 8,2% em setembro, impulsionada pelos preços mais elevados dos produtos alimentares². O dinamismo da inflação global (excluindo a Turquia) abrandou pelo quinto mês consecutivo para 5,9% (crescimento trimestral em cadeia anualizado), prolongando a tendência de abrandamento das pressões sobre os preços (gráfico 3). A trajetória projetada para os preços das exportações dos concorrentes da área do euro mantém-se elevada no curto prazo, mas deverá diminuir posteriormente à medida que os preços das matérias-primas caem e as pressões acumuladas abrandam. Esta trajetória é ligeiramente inferior às perspetivas de curto prazo previstas nas projeções de setembro de 2022, devido ao impacto de pressupostos mais baixos relativos aos preços das matérias-primas e à diminuição da acumulação de pressões a nível interno nos países concorrentes da área do euro.

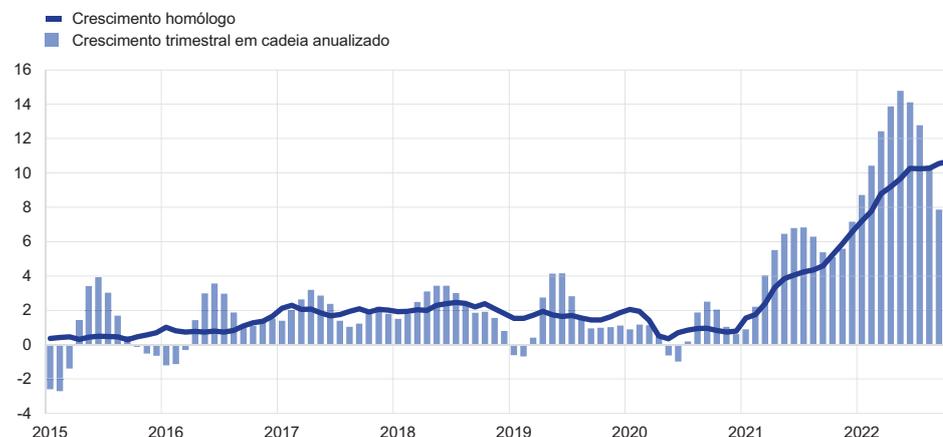
² Apresentamos dados sobre a inflação para o conjunto dos países da OCDE excluindo a Turquia, uma vez que, com a inflação global homóloga dos preços no consumidor a atingir 85,5% em outubro de 2022, o país é uma exceção entre os países da OCDE.

Gráfico 3

Inflação dos preços no consumidor nos países da OCDE

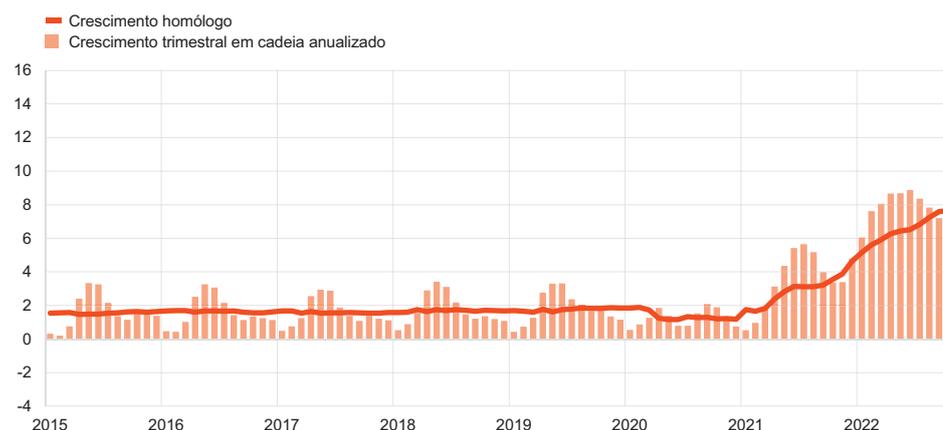
a) Inflação global

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



b) Inflação subjacente

(taxas de variação homogêneas (%) 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. A inflação global homogênea e a inflação homogênea subjacente em outubro nos países da OCDE incluindo a Turquia (que não são apresentadas nos painéis) situaram-se em 10,7% e 7,6%, respectivamente, em comparação com 10,5% e 7,6% em setembro. A inflação subjacente exclui produtos energéticos e alimentares. As últimas observações referem-se a outubro de 2022.

Os preços do petróleo e do gás diminuíram em comparação com as projeções de setembro de 2022.

A pressão em sentido descendente sobre os preços do petróleo esteve relacionada com a menor procura de petróleo no contexto do abrandamento económico mundial e dos confinamentos na China. A menor procura compensou a redução dos objetivos de produção da OPEP+ em novembro, embora subsista uma incerteza considerável quanto aos efeitos do embargo da UE e do limite máximo do preço do petróleo russo estabelecido pelos países do Grupo dos Sete (G7) implementado em 5 de dezembro. A queda dos preços do gás na Europa refletiu condições meteorológicas muito amenas em outubro e no início de novembro, as quais, juntamente com a diminuição da procura de gás industrial e os esforços para substituir o gás russo ao longo de 2022, deixaram a UE com tanques de armazenamento quase cheios em meados de novembro. No entanto, em linha com os anteriores preços dos futuros, os preços do gás registaram uma

recuperação parcial a partir da segunda metade de novembro, devido a temperaturas mais baixas na Europa, sendo que os preços dos futuros elevados ao longo de 2023 assinalam riscos de aprovisionamento significativos. Os preços das matérias-primas alimentares também diminuíram, impulsionados sobretudo pelos preços mais baixos do café, num contexto de melhoria das previsões de aprovisionamento para o Brasil em 2023, enquanto os preços do trigo e do milho têm sido voláteis devido à incerteza quanto à vontade da Rússia de manter aberto o corredor marítimo do Mar Negro para as exportações ucranianas de cereais. Os preços dos metais aumentaram à medida que as preocupações com o aprovisionamento superaram os efeitos do abrandamento económico mundial, enquanto o levantamento gradual de algumas medidas de contenção relacionadas com a COVID-19 na China impulsionou os preços dos metais no final do período em análise, apesar da incerteza ainda elevada quanto às perspetivas de crescimento na China.

As condições financeiras mundiais mantêm-se globalmente inalteradas face às projeções anteriores e permanecem restritivas. Inicialmente, as condições financeiras tornaram-se mais restritivas nas economias avançadas e emergentes. Novas surpresas em sentido ascendente quanto à inflação levaram os bancos centrais a manter um ritmo rápido de aumento da restritividade da política monetária, conduzindo a taxas de rendibilidade das obrigações mais elevadas e a descidas contínuas dos preços dos ativos de maior risco. No entanto, na sequência de uma inflação global medida pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC) dos Estados Unidos inferior ao esperado, o sentimento do mercado alterou-se com a contabilização da trajetória mais gradual de subidas das taxas de juro do Sistema de Reserva Federal, o que impulsionou o sentimento de risco a nível mundial. Tal levou a uma ligeira redução da restritividade das condições financeiras, à medida que as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo diminuam, os diferenciais se estreitavam e os preços das ações recuperavam. De um modo geral, as condições financeiras ao longo do período em análise pouco se alteraram, mas permanecem restritivas.

Após dois trimestres de contração moderada, a economia dos Estados Unidos regressou ao crescimento, mas a procura interna subjacente permaneceu fraca. As exportações líquidas e o investimento não residencial foram as principais fontes de crescimento no terceiro trimestre. Numa análise prospetiva, projeta-se que a procura interna permaneça moderada, uma vez que a inflação elevada e as condições financeiras mais restritivas continuam a reduzir o rendimento disponível real das famílias e a restringir o consumo privado, enquanto uma queda acentuada do início da construção de novas habitações associada a uma menor acessibilidade dos preços da habitação e à subida das taxas hipotecárias deverá pesar sobre o investimento residencial. Em outubro, a inflação global abrandou mais do que o esperado, situando-se em 7,7%. Embora ainda elevada em termos históricos, considera-se que a inflação global atingiu um pico, dado que os índices dos produtos energéticos e dos produtos alimentares continuaram a registar uma moderação. A inflação homóloga subjacente diminuiu para 6,3%, mas espera-se que permaneça mais persistente em 2023 devido à pressão em sentido ascendente da inflação dos preços dos serviços (por exemplo, rendas elevadas).

Na China, alterações às políticas em matéria de COVID-19 e a atual fragilidade do setor residencial estão a afetar a atividade económica. Inicialmente, a economia recuperou no terceiro trimestre de 2022 com o levantamento gradual das medidas de contenção da COVID-19, após uma vaga de infeções em abril e maio. No terceiro trimestre, o crescimento económico foi apoiado por uma recuperação do consumo e do investimento, os quais, apesar da debilidade prolongada do setor imobiliário, recuperaram devido a estímulos orçamentais. No entanto, em dezembro, o governo chinês inverteu inesperadamente a sua política de zero infeções com a COVID-19 e levantou a maior parte das restrições associadas à pandemia. Consequentemente, as infeções aumentaram rapidamente e é provável que a atividade tenha abrandado no curto prazo. No futuro, projeta-se que a atividade permaneça fraca ao longo do horizonte de projeção, num contexto de contração mais prolongada do investimento residencial e de evolução incerta da pandemia. Espera-se que o crescimento do PIB real em 2022 não cumpra o objetivo das autoridades de 5,5% por uma margem significativa. Em comparação com as projeções de setembro 2022, as perspetivas de crescimento da China foram revistas em baixa de forma acentuada para 2023 e 2024. As pressões sobre os preços no consumidor permanecem moderadas.

No Japão, o PIB real registou uma contração inesperada no terceiro trimestre de 2022 e espera-se que regresse ao crescimento no quarto trimestre. O PIB real registou uma contração inesperada no terceiro trimestre devido a importações fortes, enquanto a procura interna permaneceu relativamente sólida apoiada pelo levantamento das medidas de contenção relacionadas com a pandemia. Espera-se que o PIB real cresça no último trimestre de 2022 devido à continuação da reabertura da economia, incluindo o aumento das despesas em serviços e o apoio em curso em termos de políticas. Projeta-se que o crescimento registre uma ligeira moderação ao longo do período de previsão, uma vez que se prevê que o contributo da procura externa diminua significativamente devido ao abrandamento da procura mundial. A inflação global homóloga aumentou consideravelmente no decurso de 2022, no contexto de preços mais elevados dos produtos alimentares e dos produtos energéticos e do fim dos efeitos de base negativos. Embora seja provável que a inflação permaneça em torno dos níveis atuais no curto prazo, projeta-se que diminua gradualmente em 2023, devido à redução dos preços das matérias-primas e à acumulação limitada de pressões a nível interno.

No Reino Unido, as perspetivas para a atividade real enfraqueceram de novo na sequência da contração do PIB no terceiro trimestre. A elevada inflação dos preços no consumidor, o aumento dos custos dos empréstimos hipotecários e condições financeiras restritivas estão a travar o consumo e o investimento privado de forma significativa. As medidas orçamentais anunciadas em novembro aumentarão ligeiramente o défice orçamental no curto prazo, mas contribuirão para a consolidação orçamental no médio prazo. Espera-se agora que a economia registre uma contração entre o terceiro trimestre de 2022 e o segundo trimestre de 2023. Paralelamente, o mercado de trabalho permanece restritivo e a expansão das pressões salariais está a contribuir para a persistência da inflação interna. Projeta-se que a subida dos preços dos produtos energéticos alimente a inflação dos preços no consumidor até ao quarto trimestre de 2022. Espera-se que a inflação atinja um pico em torno de 11%, substancialmente abaixo do nível esperado nas

projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, devido à garantia relativamente aos preços dos produtos energéticos adotada pelo governo.

Na Rússia, a economia entrou numa grave recessão em 2022. Com o PIB real a cair acentuadamente no segundo trimestre e a permanecer quase 5% abaixo do nível registado antes da invasão no terceiro trimestre, está atualmente em curso uma grave recessão na Rússia. A economia registou uma queda mais moderada das exportações do que o anteriormente projetado, enquanto as importações diminuíram significativamente, em particular de países que aplicaram sanções. Prevê-se que a economia continue a registar uma contração no final de 2022 e em 2023, uma vez que as sanções têm um impacto cada vez mais negativo na capacidade de produção, no comércio internacional e na procura interna da Rússia. Após uma descida gradual nos últimos meses, espera-se que a inflação permaneça elevada no curto prazo, com apenas um retorno gradual ao objetivo de 4% estabelecido pelo banco central da Rússia na parte final do horizonte de projeção.

2 Atividade económica

O crescimento do PIB abrandou para 0,3% em termos trimestrais em cadeia no terceiro trimestre de 2022, após se terem verificado taxas de crescimento fortes no primeiro semestre, à medida que a economia reabria e os estrangulamentos no abastecimento começavam a diminuir. Desde então, a incerteza elevada quanto a consequências adicionais da guerra na Ucrânia para a economia, as preocupações atuais com possíveis perturbações no aprovisionamento energético e as pressões elevadas sobre os preços têm atenuado cada vez mais a despesa e a produção internas. Prevê-se que estes fatores, aliados ao aumento dos custos de financiamento e ao abrandamento do crescimento mundial, coloquem mais constrangimentos à atividade da área do euro no quarto trimestre e continuem a fazê-lo na parte inicial de 2023. Não obstante, espera-se uma contração da atividade relativamente curta e superficial, limitada pela atual resiliência dos mercados de trabalho, níveis elevados de poupanças acumuladas pelas famílias durante a pandemia e medidas orçamentais adicionais para amortecer o impacto da subida dos preços dos produtos energéticos nos consumidores e nas empresas no curto prazo. Para além do curto prazo, com o esmorecimento da incerteza, o reequilíbrio do mercado energético, a resolução dos estrangulamentos no abastecimento e a melhoria dos rendimentos reais, o crescimento económico da área do euro deverá recuperar gradualmente a partir do segundo semestre de 2023.

As projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que o crescimento real anual do PIB se situe em 3,4% em 2022, 0,5% em 2023, 1,9% em 2024 e 1,8% em 2025. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas foram revistas em alta para 2022 (refletindo, em grande medida, as surpresas em termos de dados positivos durante o verão), em baixa para 2023 e permanecem inalteradas para 2024.

A atividade económica abrandou consideravelmente no terceiro trimestre de 2022, após o forte crescimento verificado no primeiro semestre. O crescimento real do PIB em termos trimestrais em cadeia abrandou para 0,3% no terceiro trimestre após registar uma média de 0,7% no primeiro e segundo trimestres do ano. A desaceleração deveu-se sobretudo ao efeito de travão considerável exercido pelo comércio líquido, ao passo que a procura e o produto internos, que tinham beneficiado de uma variação de existências, contribuíram positivamente para o crescimento no terceiro trimestre (gráfico 4). O consumo manteve-se sólido devido ao dinamismo do consumo privado de serviços, que mais do que compensou o contributo negativo do consumo de bens, e a um novo contributo modesto do consumo público. O investimento aparentou estar a aumentar expressivamente, atingindo 3,6% em termos trimestrais em cadeia; porém, isto deveu-se em larga medida ao crescimento extraordinário dos produtos de propriedade intelectual irlandeses. O dinamismo do investimento empresarial em ativos fixos abrandou de forma nítida e o investimento em construção continuou a diminuir. As exportações líquidas contribuíram de forma negativa para o crescimento real do PIB global, enquanto o crescimento das importações – também impulsionado, parcialmente,

pelo dinamismo registado na Irlanda – excedeu o crescimento das exportações. A desagregação do valor acrescentado evidencia a manutenção um crescimento sólido na indústria excluindo a construção e os serviços, enquanto a produção no setor da construção continuou a decrescer. Dados de inquéritos e evidência pontual para o terceiro trimestre de 2022 sugerem que, dada a queda em novas encomendas, muita da força aparente do setor da indústria poderá ser explicada pela diminuição dos estrangulamentos no abastecimento, que ajudou os fabricantes a dar resposta ao trabalho acumulado substancial (particularmente no setor dos veículos), e não pelo fortalecimento da procura. Nos serviços, a desagregação do valor acrescentado revela uma heterogeneidade considerável entre subsetores, com os subsetores de contacto direto com clientes previamente condicionados (por exemplo, comércio a retalho, transportes, alojamento, produtos alimentares e, em especial, os serviços recreativos) a continuar a crescer fortemente no terceiro trimestre, enquanto os subsetores mais orientados para as empresas (como os serviços de informação e comunicação, finanças e seguros, imobiliário e serviços administrativos) cresceram, quando muito, moderadamente ou sofreram uma ligeira contração.

Gráfico 4

PIB real da área do euro e respetivas componentes

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%); contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

Os dados que têm vindo a ser disponibilizados apontam para a continuação do abrandamento da atividade económica no quarto trimestre de 2022, num contexto de inflação alta e incerteza constante sobre a guerra na Ucrânia e o risco de perturbações no aprovisionamento energético. Dados de

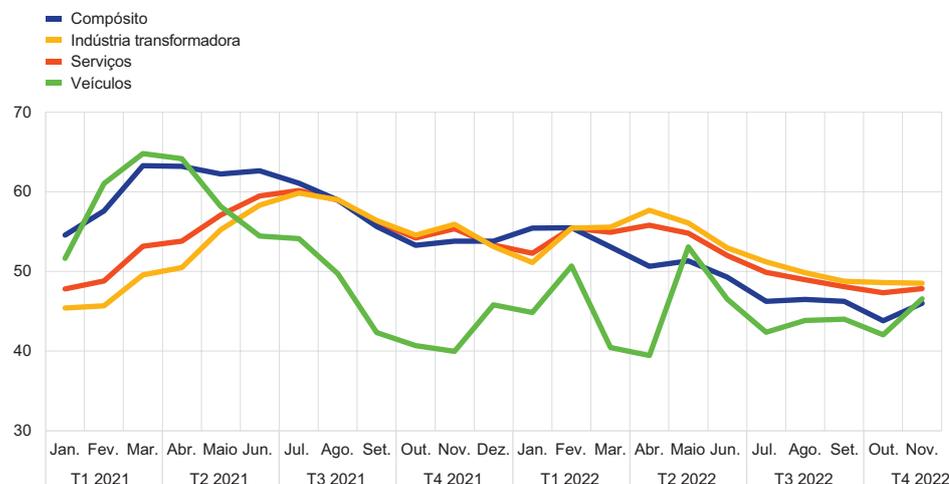
inquéritos apontam para um novo e mais generalizado enfraquecimento do dinamismo do crescimento, visto que o abrandamento da oferta, evidente na indústria nos últimos meses, se alastrou agora para os serviços após um forte crescimento ligado à reabertura. O Índice de Gestores de Compras (IGC) compósito do produto para a área do euro caiu para o valor mais baixo em 21 meses em outubro, antes de aumentar ligeiramente em novembro. Os valores para ambos os meses encontram-se mais abaixo do limiar de referência de não crescimento do que no terceiro trimestre (gráfico 5, painel a). A dinâmica mais recente indica que a produção na indústria transformadora está a estabilizar num nível reduzido, à medida que o forte contributo da produção de veículos verificada no início do ano parece estar a estabilizar. O Indicador de Sentimento Económico disponibilizado pela Comissão Europeia decresceu novamente no quarto trimestre, refletindo a deterioração atual na confiança na indústria em outubro e novembro (gráfico 5, painel b), enquanto as operações comerciais em curso e os *stocks* de produtos acabados diminuíram e as novas encomendas caíram para um valor ainda mais afastado da média do terceiro trimestre. As respostas às questões do inquérito trimestral da Comissão Europeia sobre os fatores que limitam a produção sugerem que a escassez de mão de obra está a atenuar-se e as perturbações por falta de materiais e equipamento têm vindo a abrandar desde o verão. Em contraste, as limitações financeiras aumentaram significativamente em outubro, ainda que tenham tido um papel menos importante do que outros fatores. Estes indicadores apontam para perspetivas de investimento fracas nos próximos meses. Ao mesmo tempo, a confiança dos consumidores evidenciou alguma resiliência relativa, recuperando dos valores mínimos históricos registados em setembro graças às medidas do mercado de trabalho e orçamentais implementadas com vista a apoiar o rendimento disponível das famílias.

Gráfico 5

Indicadores baseados em inquéritos entre setores da economia

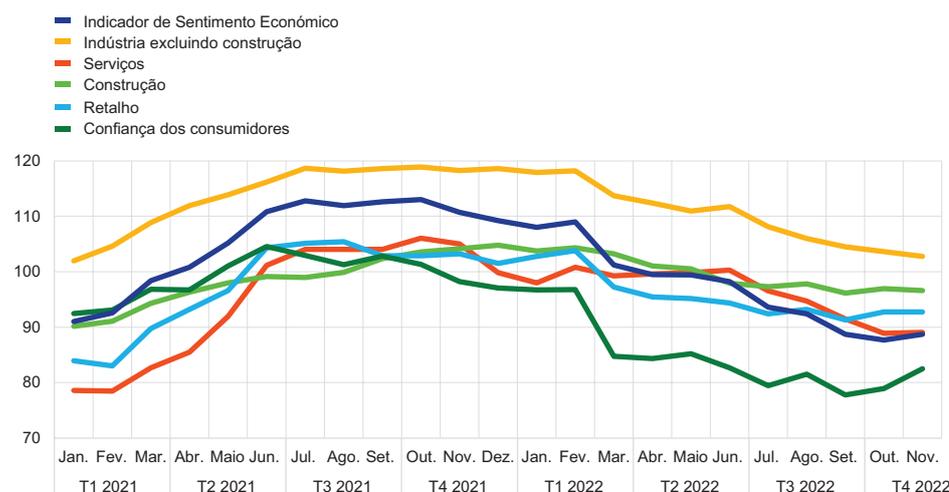
a) Indicadores do IGC relativos ao produto

(índices de difusão)



b) Confiança das empresas e dos consumidores

(índices de difusão)



Fontes: S&P Global Market Intelligence (painel a), Comissão Europeia e cálculos do BCE (painel b).

Nota: As últimas observações referem-se a outubro de 2022 para a produção de veículos e a novembro de 2022 para todos os outros indicadores.

O mercado de trabalho permaneceu robusto e continuou a apoiar a atividade

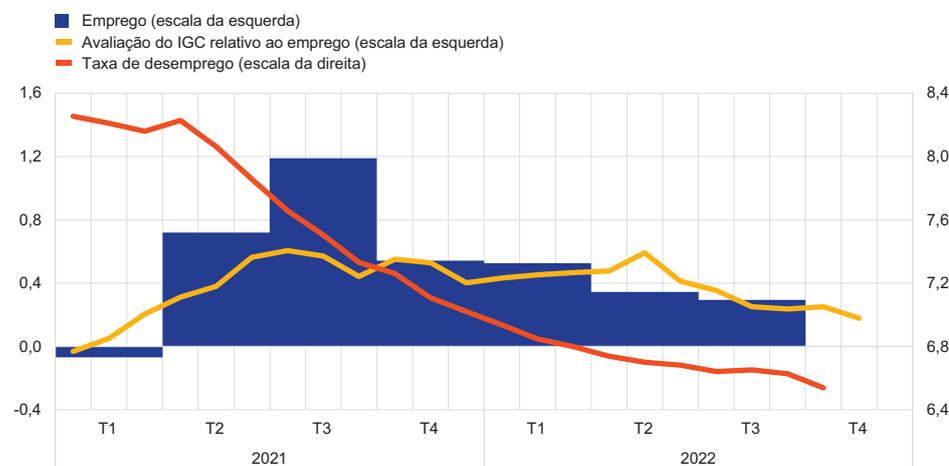
económica. O emprego total aumentou 0,3% em termos trimestrais em cadeia no terceiro trimestre de 2022. Isto significa que entre o quarto trimestre de 2019 e o terceiro trimestre de 2022 o número de pessoas com um emprego aumentou em 3,1 milhões. Em contrapartida, as horas trabalhadas caíram 0,1% no terceiro trimestre de 2022 permanecendo, ainda assim, 0,2% acima do nível anterior à pandemia observado no quarto trimestre de 2019. A diferença entre o crescimento do emprego e as horas trabalhadas implica uma diminuição substancial na média de horas trabalhadas desde o quarto trimestre de 2019, que pode ser atribuída principalmente ao setor público. A taxa de desemprego desceu 6,5% em outubro de 2022, cerca de 0,8 pontos percentuais abaixo do nível observado antes da pandemia em fevereiro de 2020, o que representa um mínimo histórico (gráfico 6).

A população ativa cresceu de forma significativa comparando com o quarto trimestre de 2019 e estima-se que o número de trabalhadores abrangidos por regimes de manutenção de postos de trabalho tenha continuado a descer nos últimos meses. De igual forma, a procura de mão de obra registou um fortalecimento considerável desde o início da pandemia e tem apresentado alguns sinais de estabilização nos últimos meses. Em particular, no terceiro trimestre de 2022, a taxa de postos de trabalho por preencher situou-se em 3,2%, um ponto percentual acima do registado no quarto trimestre de 2019.

Gráfico 6

Emprego, avaliação 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 Market Intelligence e cálculos do BCE.

Notas: As duas linhas indicam a evolução mensal, enquanto as barras representam os dados trimestrais. O IGC é expresso num desvio face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2022 para o emprego, a novembro de 2022 para a avaliação do IGC relativo ao emprego e a outubro de 2022 para a taxa de desemprego.

Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho apontam para uma desaceleração do crescimento do emprego. O indicador mensal do IGC compósito do emprego desceu para 51,8 em novembro de 2022 em comparação com 52,5 em outubro, mantendo-se, ainda assim, 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, mas tem diminuído significativamente desde maio de 2022. Analisando a evolução nos diferentes setores, este indicador aponta para a continuação do crescimento, ainda que mais fraco, do emprego nos setores da indústria e dos serviços e para uma descida do emprego no setor da construção.

O consumo privado continuou a aumentar no terceiro trimestre de 2022, mas a evolução foi diferente nas várias componentes. O consumo privado cresceu 0,9% no terceiro trimestre, após 1,0% no segundo trimestre. A dinâmica positiva foi sustentada principalmente pelo consumo de serviços, que subiu de forma acentuada durante dois trimestres consecutivos, à medida que a economia reabria. Em contraste, o consumo de bens não duradouros decresceu pelo terceiro trimestre consecutivo, refletindo a evolução recente nas vendas a retalho, que

caíram 0,7% no terceiro trimestre. Ao mesmo tempo, o consumo de bens duradouros, que tinha diminuído significativamente nos trimestres anteriores devido à subida dos preços dos produtos energéticos (ver a caixa 3), começou a registar uma melhoria no terceiro trimestre de 2022, em virtude, provavelmente, da diminuição das perturbações do abastecimento no setor dos veículos. Assim, novos registos de automóveis de passageiros aumentaram 12,8% no terceiro trimestre. Os dados económicos indicativos que têm vindo a ser disponibilizados sugerem alguma resiliência relativa na despesa na viragem do ano, apesar da persistência de fatores adversos. Em outubro e novembro, o indicador da Comissão Europeia relativo à confiança dos consumidores subiu para um nível um pouco acima do verificado no terceiro trimestre (quando atingiu um mínimo histórico, em setembro), impulsionado sobretudo por uma melhoria das expectativas económicas e financeiras das famílias. Os últimos inquéritos da Comissão Europeia às empresas e aos consumidores indicam também que a procura esperada por serviços de alojamento, restauração e viagens aumentou em novembro, a par de uma recuperação nas grandes compras esperadas pelas famílias relativamente ao mínimo histórico em que se encontravam. Num contexto de sentimento dos consumidores ainda degradado e de redução do rendimento disponível real, os sinais positivos mais recentes sugerem que as despesas das famílias durante a época festiva poderão evidenciar alguma resiliência. No entanto, dado que a inflação e a incerteza permanecem elevadas, o rendimento disponível real das famílias deverá continuar a diminuir na viragem do ano, atenuando as despesas de consumo. Além disso, espera-se que a restritividade cada vez maior das condições dos empréstimos às famílias limite o crédito às famílias. Os dados do *Consumer Expectations Survey* (inquérito sobre as expectativas dos consumidores) de outubro do BCE sugerem que as famílias esperam ter de lidar com crescentes constrangimentos de liquidez ao longo dos próximos três meses. Deste modo, é provável que precisem de recorrer às suas poupanças para efetuar pagamentos recorrentes e de prestações de empréstimos e, por isso, reviram em baixa as suas perceções e expectativas relativamente à poupança por motivos de precaução (segundo o *Consumer Expectations Survey* de outubro). O uso de poupanças deverá contribuir, em certa medida, para regularizar o consumo face a um rendimento disponível real enfraquecido.

O investimento das empresas diminuiu no terceiro trimestre de 2022 e prevê-se que continue a diminuir na viragem do ano. O investimento em outros setores exceto construção (a maior aproximação para o investimento das empresas nas contas nacionais) cresceu 7,7% no terceiro trimestre, apesar disto se dever, em grande parte, ao crescimento extraordinário dos produtos de propriedade intelectual decorrente, sobretudo, da evolução do setor multinacional irlandês³. Excluindo esta componente volátil, o investimento das empresas registou uma moderação para 1,2% em termos trimestrais em cadeia no terceiro trimestre, abaixo da sua taxa de crescimento média trimestral de 1,7% no primeiro semestre, mas com uma heterogeneidade considerável entre classes de ativos. No setor de máquinas e

³ Ocasionalmente, a grande volatilidade estatística do investimento intangível na Irlanda afeta de forma considerável a dinâmica de investimento da área do euro (ver a caixa 1, intitulada “Non-construction investment in the euro area and the United States”, no artigo [The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2022).

equipamentos, o investimento em ativos fixos exceto transportes abrandou acentuadamente (para 0,3% em termos trimestrais em cadeia), enquanto o segmento de investimento em transportes cresceu 7,1%, à medida que os estrangulamentos no abastecimento diminuíram e permitiram a conclusão de um número ainda elevado de encomendas pendentes. Por outro lado, o crescimento do investimento em produtos de propriedade intelectual (excluindo a Irlanda) permaneceu inalterado relativamente ao segundo trimestre, em 1,1% em termos trimestrais em cadeia. Os primeiros sinais para o quarto trimestre apontam para uma contração na viragem do ano. Os dados dos inquéritos do IGC que têm vindo a ser disponibilizados mostram que os *stocks* de produtos acabados estão a começar a acumular-se no setor dos bens de investimento, com o número de novas encomendas a cair acentuadamente e as operações comerciais em curso e capacidade de utilização a decrescer dos níveis elevados provocados pelas perturbações relacionadas com a pandemia. O último inquérito do BCE sobre o acesso das empresas a financiamento na área do euro indica uma descida acentuada no saldo líquido das empresas que procuram financiamento para fins de investimento. Além disso, no inquérito bianual da Comissão Europeia às intenções de investimento, realizado em outubro, verifica-se que o número de empresas que planeia aumentar o investimento em 2023 diminuiu acentuadamente relativamente aos níveis de 2022, apesar dos planos de expansão para 2022 se encontrarem reduzidos desde o inquérito anterior em abril. Para já, o inquérito sugere que os fatores financeiros estão a ter apenas um papel secundário nas decisões de investimento, mas prevê-se que se tornem um constrangimento maior em 2023. Entretanto, o *S&P Global Business Outlook Survey* de novembro indicou expectativas de substancial deterioração da rentabilidade em 2023 num contexto de aumento acentuado dos custos dos fatores de produção e de uma queda no indicador de despesa de capital para o valor mais baixo em dez anos (não considerando a evolução excepcional em 2020)⁴. Em termos prospetivos, espera-se que o investimento das empresas recupere para um território de crescimento à medida que os mercados energéticos se reequilibram, os estrangulamentos no abastecimento se atenuam e a incerteza decresce, a par de possíveis efeitos de acumulação (“*crowding in*”) elevados provocados por alocações adicionais de fundos do programa “NextGenerationEU” ao longo dos próximos trimestres.

O investimento em habitação diminuiu no terceiro trimestre de 2022 e é provável que continue a enfraquecer no curto prazo. O investimento em habitação caiu 0,7% no terceiro trimestre, sendo esta uma diminuição ligeiramente inferior à de 0,8% em termos trimestrais em cadeia ocorrida no segundo trimestre. O indicador da Comissão Europeia da atividade de construção nos últimos três meses continuou a descer, em média, em outubro e novembro, em comparação com a média do terceiro trimestre, enquanto o IGC para a construção residencial caiu para níveis ainda mais contracionistas. As carteiras de encomendas da construção parecem ainda estar bem preenchidas, como indicado pelos dados até outubro do inquérito trimestral da Comissão Europeia às empresas. Tal deverá apoiar a atividade de construção nos próximos meses, especialmente tendo em

⁴ No inquérito sobre o investimento do Banco Europeu de Investimento de 2022, 82% das empresas da área do euro referiram os custos energéticos como um dos principais constrangimentos ao investimento de mais longo prazo no verão de 2022.

consideração o contexto de diminuição gradual dos constrangimentos no abastecimento. O inquérito mensal da Comissão Europeia sobre os limites à produção para o setor da construção em novembro mostrou também uma descida continuada da percentagem das empresas de construção que assinalam escassez de materiais e/ou equipamentos, enquanto a percentagem que assinala escassez de mão de obra permaneceu elevada. No entanto, a percentagem dos gestores que especificaram a procura insuficiente como um fator limitativo da atividade do setor subiu novamente em novembro, o que indica uma procura mais fraca. Isto também se reflete na nova diminuição das intenções de curto prazo das famílias de renovar, comprar ou construir uma casa no quarto trimestre, assim como nos valores baixos da componente de novas encomendas do IGC para a construção. Este enfraquecimento da procura está a ocorrer num contexto de deterioração significativa das condições financeiras, incerteza acentuada e custos de construção substancialmente mais elevados, sendo provável que exerça pressão sobre o investimento em habitação no futuro.

O comércio externo teve um impacto negativo no crescimento do PIB no terceiro trimestre de 2022 e as perspetivas apontam para um novo enfraquecimento das exportações da área do euro à medida que a atividade mundial abranda. No terceiro trimestre de 2022, as exportações de bens e serviços recuperaram para 1,7% em termos trimestrais em cadeia e de volume. O volume de importações aumentou de forma acentuada, em 4,3% em termos trimestrais em cadeia, impulsionado sobretudo pelas importações de serviços na Irlanda. Por conseguinte, o comércio líquido deu um contributo negativo (-1,1 pontos percentuais) para o crescimento real do PIB. Os dados mensais demonstram que em setembro o valor das importações de bens extra-área do euro caiu 2% pela primeira vez desde janeiro de 2021, enquanto o das exportações subiu 1,6%, o que resultou numa redução da balança comercial de bens para 37,7 mil milhões de euros, em comparação com o máximo histórico registado em agosto. Paralelamente à diminuição dos preços das importações da área do euro – impulsionada pelos preços mais baixos dos produtos energéticos – e ao aumento dos preços das exportações, verificou-se uma melhoria no índice para os termos de troca da área do euro em setembro. O dinamismo subjacente ao crescimento das exportações na área do euro continua moderado com o enfraquecimento da procura mundial. As perspetivas de curto prazo apontam para um novo enfraquecimento do comércio de bens da área do euro, visto que os indicadores para as encomendas de exportações, como o IGC, permaneceram em níveis contracionistas em novembro. Os indicadores prospetivos relacionados com viagens assinalam também uma moderação no comércio de serviços nos próximos meses.

Além do curto prazo, existe ainda muita incerteza em torno das perspetivas, mas prevê-se que a atividade económica na área do euro comece a recuperar a partir de meados de 2023 com a dissipação dos atuais fatores adversos.

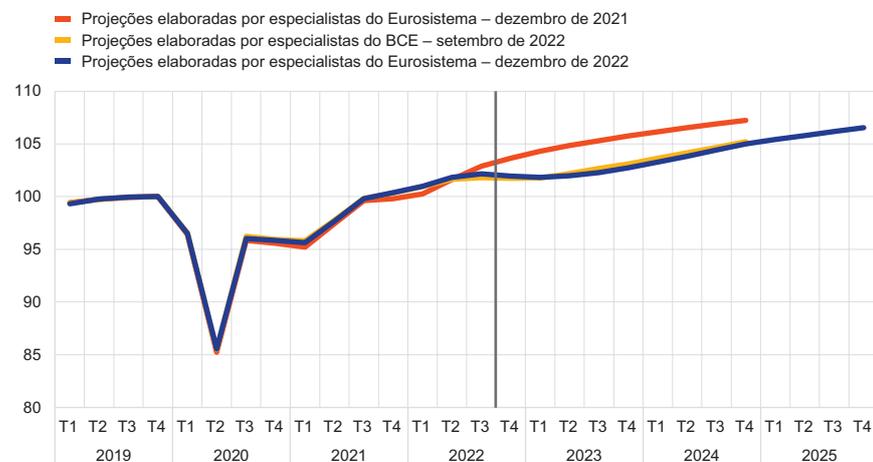
O crescimento deverá ser fraco em 2023, esperando-se um fortalecimento posterior, à medida que os fatores adversos se dissipam. As projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que o crescimento real anual do PIB se situará em 3,4% em 2022, 0,5% em 2023, 1,9% em 2024 e 1,8% em 2025, no seguimento do alargamento anual do horizonte de projeção (gráfico 7). Em comparação com as projeções

macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, as perspectivas de crescimento para a área do euro foram revistas em alta para 2022 – refletindo, em parte, surpresas em termos de dados positivos ocorridas durante o verão – e em baixa para 2023, mantendo-se inalteradas para 2024. As atuais projeções mostram que o nível do PIB deverá continuar abaixo do previsto nas projeções de dezembro de 2021 (anteriores à guerra) e preveem uma contração moderada do PIB na viragem do ano, esperando-se uma recuperação para terreno positivo a partir de meados de 2023.

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 [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2022](#).

Nota: A linha vertical indica o início das projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema.

3 Preços e custos

A inflação na área do euro desceu para 10,0% em novembro de acordo com as estimativas provisórias, refletindo sobretudo uma menor inflação dos preços dos produtos energéticos⁵. Contudo, a inflação dos preços dos produtos alimentares voltou a aumentar, sendo que esta, em conjunto com a inflação dos produtos energéticos, continua a explicar a maior parte da elevada taxa de inflação global. As pressões sobre os preços permaneceram fortes, principalmente devido aos efeitos indiretos dos custos dos produtos energéticos. Os estrangulamentos no abastecimento e o impacto da recuperação pós-pandemia atenuaram-se, mas ainda contribuíram para a inflação, tal como a anterior depreciação da taxa de câmbio. Projeta-se uma descida gradual da inflação ao longo de 2023 devido ao desvanecimento ao longo do tempo dos atuais fatores impulsionadores da inflação e à repercussão da normalização da política monetária na economia e na fixação de preços. A inflação deverá situar-se em 8,4%, em média, em 2022 de acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema e regressar a 6,3% em 2023, 3,4% em 2024 e 2,3% em 2025. A inflação excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá situar-se em 4,2% em 2023, 2,8% em 2024 e 2,4% em 2025. A maioria das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo situa-se atualmente em torno de 2,0%, embora as recentes revisões, acima do objetivo, de alguns indicadores justifiquem um acompanhamento constante.

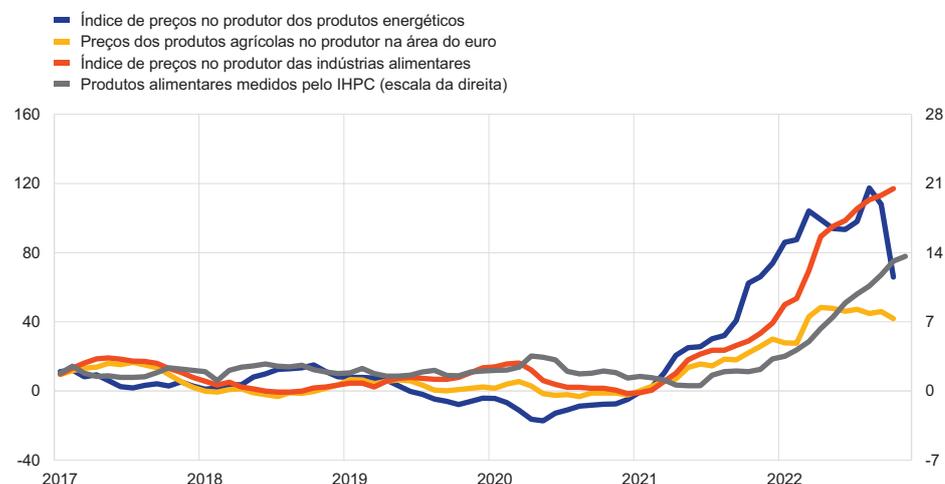
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat para novembro, a inflação global, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), desceu para 10,0%, face a 10,6% em outubro. A principal componente do IHPC subjacente a este decréscimo em novembro foi a queda acentuada da taxa de crescimento homóloga dos preços dos produtos energéticos (34,9% em novembro, face a 41,5% em outubro). Um forte efeito de base em sentido descendente e uma queda mensal em cadeia acentuada dos preços dos produtos energéticos em novembro foram responsáveis pela descida da taxa de inflação homóloga dos produtos energéticos em novembro, em comparação com outubro. A queda dos preços dos produtos energéticos também reflete a transmissão da recente contração dos preços do petróleo bruto, das margens de refinação e distribuição e dos preços por grosso do gás desde agosto. Em contraste, a inflação dos preços dos produtos alimentares medida pelo IHPC continuou a aumentar, para 13,6% em novembro, face a 13,1% em outubro, refletindo um novo aumento da taxa de crescimento homóloga dos preços dos produtos alimentares transformados, o que contrasta com a queda na taxa relativa aos preços dos produtos alimentares não transformados. As pressões acumuladas sobre os preços continuaram a afetar os preços dos produtos alimentares, mas o impacto da seca de verão sobre a componente não transformada tem vindo a desvanecer-se e o crescimento dos preços no produtor dos produtos energéticos abrandou (gráfico 8).

⁵ Para uma análise detalhada da dinâmica da inflação, ver também a publicação do Blogue do BCE: [Inflation Diagnostics](#).

Gráfico 8

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Eurostat.

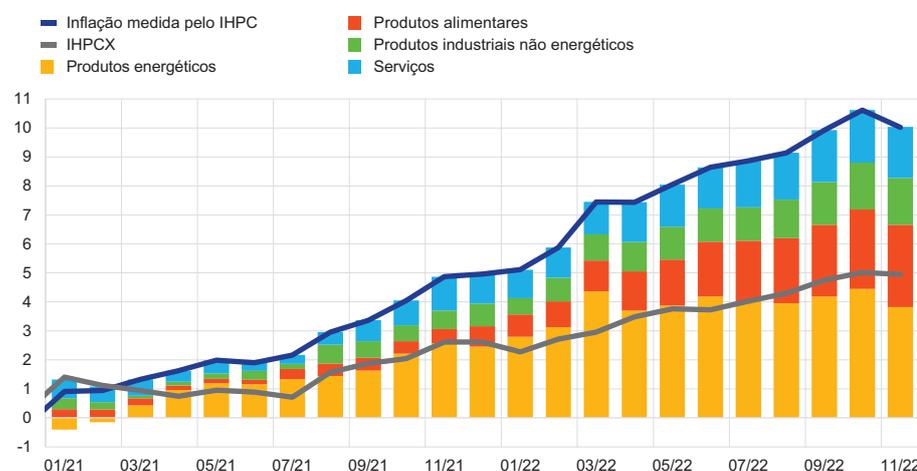
Notas: "IHPC" corresponde ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor. As últimas observações referem-se a novembro de 2022 para os produtos alimentares medidos pelo IHPC (estimativas provisórias) e a outubro de 2022 no que respeita às restantes rubricas.

A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) manteve-se inalterada de acordo com a estimativa provisória, situando-se em 5,0% em novembro. A taxa de crescimento homóloga dos produtos industriais não energéticos manteve-se inalterada, enquanto a taxa de inflação dos serviços desceu ligeiramente em novembro (gráfico 9). Os custos mais elevados dos fatores de produção resultantes da subida acentuada dos preços dos produtos energéticos continuaram a ser um fator-chave, apesar de alguns sinais de abrandamento. A inflação dos produtos industriais não energéticos estabilizou em novembro, situando-se em 6,1%. Os principais fatores impulsionadores da inflação dos produtos industriais não energéticos foram as pressões acumuladas em sentido ascendente sobre os preços decorrentes de estrangulamentos nos abastecimentos e dos elevados custos dos produtos energéticos. A inflação dos serviços desceu ligeiramente para 4,2% (4,3% em outubro), refletindo uma queda mensal em cadeia dos preços dos serviços, embora ligeiramente menos pronunciada do que o habitual em novembro. Esta alteração em novembro terá sido impulsionada pelos efeitos indiretos dos preços elevados dos produtos energéticos e dos preços elevados no produtor dos produtos alimentares (um importante custo de produção para os serviços de restauração).

Gráfico 9

Inflação global e respetivas componentes principais

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: "IHPC" corresponde ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor. "IHPCX" corresponde ao IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos. As últimas observações referem-se a novembro de 2022 (estimativas provisórias).

As medidas da inflação subjacente mantiveram-se em níveis elevados, embora apresentando alguns sinais de redução da inclinação da curva (gráfico 10)⁶.

Tal refletiu pressões generalizadas sobre os preços em mais setores e rubricas do IHPC, devido, em parte, ao impacto dos elevados custos dos produtos energéticos no conjunto da área do euro. Observando o vasto conjunto de indicadores, a maior parte das medidas baseadas na exclusão continuou a aumentar. A inflação medida pelo IHPCX permaneceu inalterada em 5,0% em novembro. Os dados relativos a outras medidas só se encontram disponíveis até outubro. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado (IHPCXX) aumentou para 4,7% em outubro (4,4% no mês anterior). O indicador *super-core*, que compreende rubricas do IHPC sensíveis ao ciclo, aumentou para 5,7%, de 5,5% em setembro, enquanto a componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) baseada em modelos subiu ligeiramente de 5,7% em setembro, para 5,8%, em outubro. As taxas mensais em cadeia da PCCI registaram um movimento globalmente lateral. Ainda assim, as taxas mensais em cadeia da PCCI persistentemente elevadas continuaram a indicar uma forte pressão em sentido ascendente sobre a inflação subjacente até outubro. O indicador da inflação interna, que representa a evolução dos preços das rubricas do IHPC com menor conteúdo importado, também aumentou novamente⁷. Continua a ser incerta a persistência de níveis elevados nestas diferentes medidas e indicadores. Grande parte da pressão em sentido ascendente sobre a inflação subjacente pode ser imputada a efeitos indiretos do aumento súbito dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares e a desequilíbrios extraordinários entre a oferta e a procura relacionados com a pandemia e a invasão da Ucrânia pela Rússia.

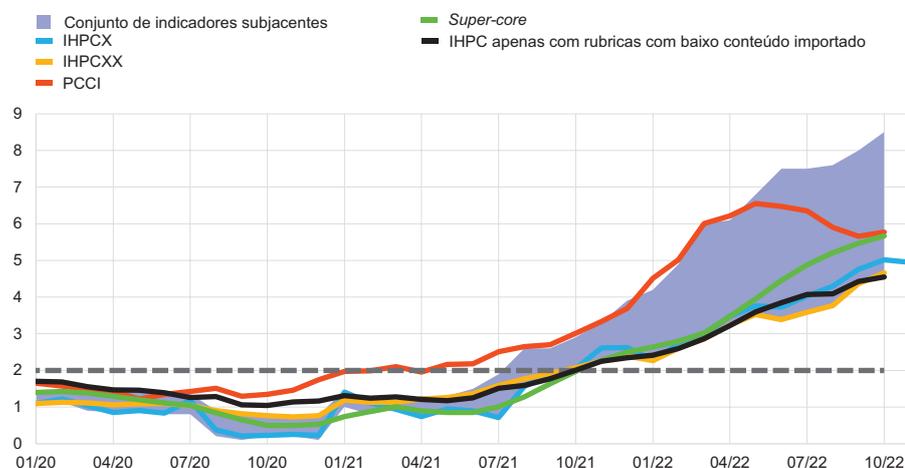
⁶ Para uma descrição das medidas da inflação subjacente, ver [Inflation Diagnostics](#), *op. cit.*

⁷ Ver a caixa intitulada [Um novo indicador da inflação interna para a área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 4, 2022.

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, IHPCXX, as médias aparadas de 10% e 30% e a mediana ponderada. "IHPC" corresponde ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor. "IHPCX" significa IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos. "IHPCXX" corresponde ao IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado. "PCCI" corresponde à componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation*). As últimas observações referem-se a novembro de 2022 (estimativas provisórias) para o IHPCX a outubro de 2022 no que respeita às restantes rubricas.

O crescimento dos salários negociados apontou para um fortalecimento das pressões salariais, enquanto o crescimento da remuneração por empregado registou uma moderação, mas apresentava ainda uma distorção devido a medidas relacionadas com a pandemia (gráfico 11).

O crescimento dos salários negociados aumentou para 2,9% no terceiro trimestre de 2022, face a 2,5% no trimestre anterior. Tal reflete o papel crescente desempenhado pela compensação pela inflação, quer através de cláusulas formais de indexação salarial, quer por outras formas. Reflete igualmente o impacto dos pagamentos pontuais. Por exemplo, o crescimento dos salários negociados na Alemanha foi mais baixo no segundo trimestre, devido a efeitos de base associados a pagamentos pontuais relacionados com a pandemia, e mais elevado no terceiro trimestre, em resultado de pagamentos pontuais para compensar a inflação.

As últimas informações disponíveis sobre os acordos salariais desde o início de 2022 apontam para um novo fortalecimento do crescimento salarial.

O crescimento salarial efetivo, medido em termos de remuneração por empregado, desacelerou no terceiro trimestre de 2022 para 3,9% face a 4,6% no trimestre anterior. Tal resultou, em parte, de efeitos de base nas taxas de crescimento homólogas; numa análise para além destes efeitos, o crescimento trimestral em cadeia aumentou para 1,1% no terceiro trimestre, face a 0,8% no trimestre anterior. Por sua vez, o crescimento homólogo da remuneração por hora diminuiu para 2,9%, face a 3,6% no trimestre anterior.

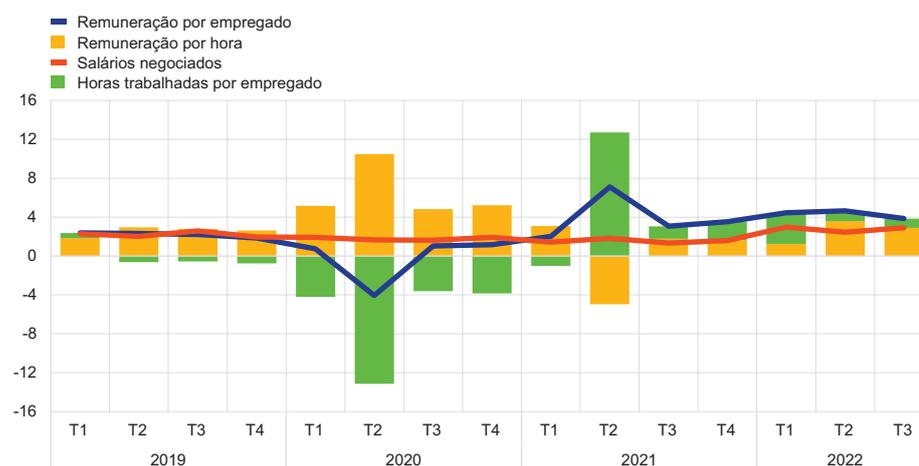
As taxas de crescimento homólogas da remuneração por hora e por empregado desceram no terceiro trimestre, enquanto a das horas trabalhadas por empregado se manteve praticamente inalterada face ao trimestre anterior.

Os indicadores do crescimento dos salários continuam a ser afetados até certo ponto por distorções relacionadas com a pandemia, embora com um grau de moderação⁸.

Gráfico 11

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

A acumulação de pressões sobre a inflação dos preços dos produtos permaneceu forte, apesar de alguns sinais iniciais de abrandamento (gráfico 12).

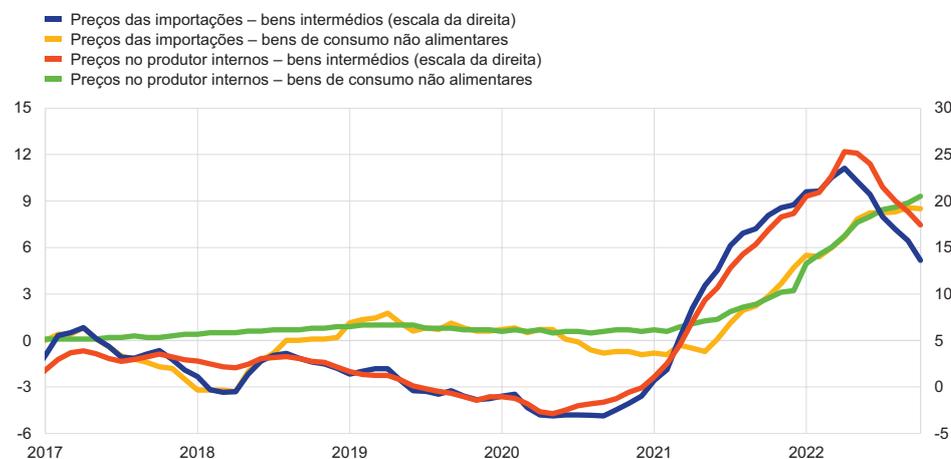
O crescimento mensal em cadeia da inflação dos produtos industriais não energéticos foi mais elevado do que o habitual em novembro, mas em menor escala do que nos meses anteriores. Este constitui possivelmente um sinal de que as pressões no sentido ascendente sobre os preços decorrentes de estrangulamentos nos abastecimentos e dos elevados custos dos produtos energéticos poderão ter começado a registar uma moderação. Os dados relativos a outubro mostraram que a acumulação de pressões ainda era forte, em particular nas fases mais avançadas da cadeia de preços. As taxas de crescimento homólogas dos preços internos no produtor de bens de consumo não alimentares continuaram a aumentar, atingindo 9,3% em outubro, face a 8,9% em setembro. No que respeita aos preços das importações e aos preços internos no produtor de bens intermédios, o crescimento homólogo caiu ao longo do mesmo período, de 15,7% para 13,6% e de 18,9% para 17,4%, respetivamente. Não obstante esta diminuição, a inflação dos preços dos bens intermédios (tanto das importações como internos) situou-se em mais de 10,0%, muito acima da inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos. A inflação dos preços no produtor das importações dos bens de consumo não alimentares também registou uma contração em outubro, situando-se em 8,5%, face a 8,6% no mês anterior, a primeira descida observada desde março de 2022.

⁸ Para mais informação sobre estas distorções e a evolução salarial desde o início da pandemia, ver o artigo intitulado [Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#) e a caixa 4, intitulada "Dinâmica salarial nos países da área do euro desde o início da pandemia", na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico 12

Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



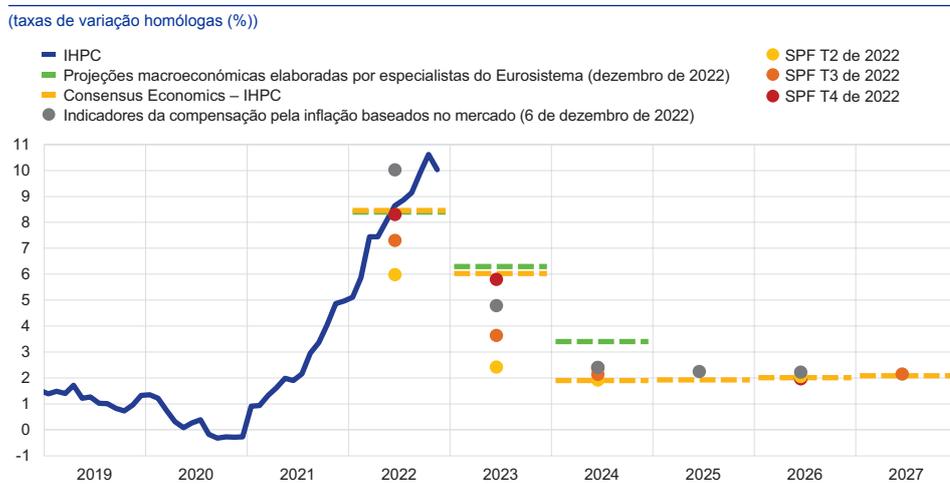
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

A evidência fornecida por inquéritos e mercados mostra que os analistas continuam a esperar que a inflação atinja um nível máximo em breve, permanecendo as expectativas a mais longo prazo em torno do objetivo de 2,0% do BCE. No entanto, justifica-se um acompanhamento atento, tendo em conta as novas revisões de alguns indicadores para valores acima do objetivo (gráfico 13). No mais recente inquérito da Consensus Economics, as expectativas de inflação para 2023 foram revistas em alta em 0,3 pontos percentuais, para 6,0%. As expectativas de inflação a longo prazo para 2026 indicadas no inquérito do BCE a analistas monetários de dezembro mantiveram-se inalteradas em 2,0%, em linha com as expectativas de outubro e com as recentes rondas de outros inquéritos (para 2027, o inquérito do BCE a analistas profissionais registou 2,2% e o inquérito de outubro da Consensus Economics registou 2,1%). As medidas de compensação pela inflação baseadas no mercado (com base no IHPC excluindo o tabaco) de 6 de dezembro sugeriam que a inflação na área do euro atingiria um pico de cerca de 10,0% em 2022, caindo para 5,0% em 2023 e acabando por regressar a 2,0% no decurso de 2024. As medidas a mais longo prazo de compensação pela inflação aumentaram, embora apenas modestamente, com a taxa dos *swaps* indexados à inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos a situar-se em 2,34% em 6 de dezembro. Acima de tudo, no entanto, as medidas de compensação pela inflação baseadas no mercado 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. Em contraste, as medidas baseadas em inquéritos das expectativas de inflação a longo prazo, isentas de prémios de risco de inflação, têm-se mantido relativamente estáveis. Esta estabilidade relativa 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



Fontes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, [Inquérito a Analistas Profissionais](#) (quarto trimestre de 2022), [projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema](#) (dezembro de 2022) e cálculos do BCE. Notas: "IHPC" corresponde ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor. "SPF" corresponde ao Inquérito aos Analistas Profissionais (*Survey of Professional Forecasters*). 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 para o IHPC referem-se a novembro de 2022 (estimativas provisórias). A data de fecho dos dados incluídos nas projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema foi 30 de novembro de 2022. A data de fecho das previsões a longo prazo da Consensus Economics foi outubro de 2022 para 2024, 2025, 2026 e 2027 e novembro de 2022 para 2022 e 2023. As últimas observações sobre os indicadores da compensação pela inflação baseados no mercado referem-se a 6 de dezembro de 2022. O SPF relativo ao quarto trimestre de 2022 foi realizado em outubro.

As projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que a inflação global permaneça elevada no curto prazo, 8,4% em média em 2022, antes de regressar a médias de 6,3% em 2023, 3,4% em 2024 e 2,3% em 2025

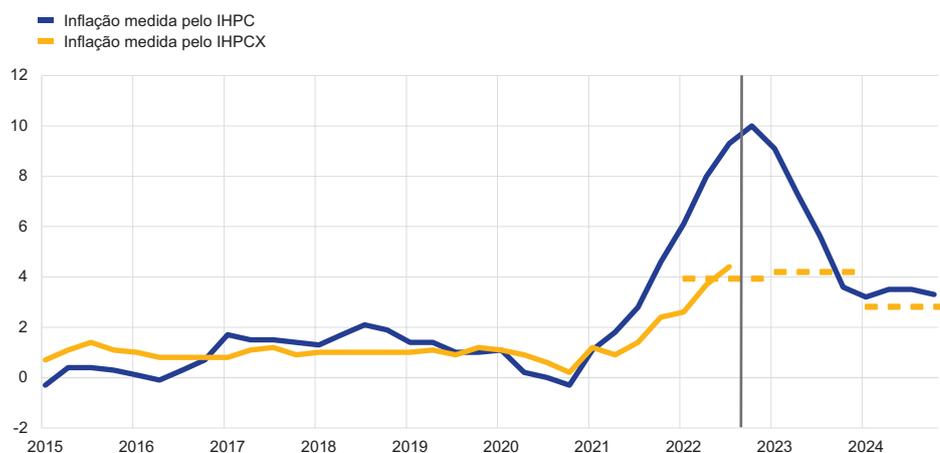
(gráfico 14). Prevê-se que a inflação global permaneça muito elevada entre o final de 2022 e início de 2023, atendendo a que as pressões acumuladas sobre os preços relacionadas com anteriores aumentos dos preços das matérias-primas, a depreciação do euro, a escassez de oferta e a reestruturização dos mercados de trabalho continuam a repercutir-se nos preços no consumidor. Contudo, a inflação deverá descer de uma média de 8,4% em 2022 para 6,3% em 2023, baixando de 10% no último trimestre de 2022 para 3,6% no último trimestre de 2023. Projeta-se, então, que melhore um pouco para uma média de 3,4% em 2024 e de 2,3% em 2025. A descida esperada da inflação reflete principalmente fortes efeitos de base em sentido descendente relacionados com os produtos energéticos no decurso de 2023, o impacto gradual da normalização da política monetária e as perspetivas de crescimento mais fracas, o pressuposto decréscimo dos preços dos produtos energéticos e das matérias-primas alimentares, em consonância com os preços dos futuros, e o pressuposto de que as expectativas de inflação a mais longo prazo permanecerão ancoradas. A inflação global deverá permanecer acima do objetivo de inflação de 2,0% até meados de 2025, ao passo que a inflação medida pelo IHPCX continuará a ser superior a 2% ao longo do horizonte. Tal deve-se a efeitos desfasados dos preços altos dos produtos energéticos sobre as componentes não energéticas da inflação, à passada depreciação do euro, à robustez dos mercados de trabalho e os 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 setembro de 2022, a inflação global foi revista substancialmente em alta para 2022 (0,3 pontos percentuais), 2023 (0,8 pontos percentuais) e 2024 (1,1 pontos percentuais). Tal reflete surpresas recentes em termos de dados, uma reavaliação da força e da persistência das pressões acumuladas sobre os preços e suas repercussões, um crescimento mais forte dos salários e preços mais elevados das matérias-primas alimentares, que mais do que compensaram o impacto em sentido descendente dos pressupostos relativos aos preços mais baixos do petróleo, do gás e da eletricidade, um abrandamento mais rápido dos estrangulamentos no abastecimento, a recente apreciação do euro e perspectivas de crescimento mais fracas. As medidas orçamentais destinadas a compensar os preços elevados dos produtos energéticos e a inflação também desempenham um papel importante nas perspectivas de inflação ao longo do horizonte de projeção. Estima-se que tenham atenuado a inflação medida pelo IHPC global em 1,1 pontos percentuais em 2022 e que voltem a atenuar a inflação em 0,5 pontos percentuais em 2023. Subsequentemente, espera-se, contudo, que a cessação destas medidas exerça uma pressão em alta significativa sobre a inflação, ascendendo a 0,7 pontos percentuais em 2024 e 0,4 pontos percentuais em 2025⁹.

Gráfico 14

Inflação medida pelo IHPC e pelo IHPCX para a área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema \(dezembro de 2022\)](#).

Notas: "IHPC" corresponde ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor. "IHPCX" significa IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos. A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2022 (dados) e ao quarto trimestre de 2024 (projeções). A data de fecho dos dados incluídos nas projeções foi 30 de novembro de 2022. Os dados históricos para a inflação medida pelo IHPC e pelo IHPCX são de periodicidade trimestral. Os dados das previsões são de periodicidade trimestral para a inflação medida pelo IHPC e de periodicidade anual para a inflação medida pelo IHPCX.

⁹ Ver também as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – Dezembro de 2022](#).

Ao longo do período em análise (8 de setembro a 14 de dezembro de 2022), os mercados financeiros foram influenciados por expectativas de um aumento mais rápido e mais pronunciado da restritividade da política monetária na área do euro. Enquanto as taxas isentas de risco de curto prazo da área do euro aumentaram acentuadamente ao longo do período, as taxas de juro de mais longo prazo subiram apenas ligeiramente em termos globais, apesar da elevada volatilidade do mercado. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro seguiram, de um modo geral, as taxas de longo prazo isentas de risco, com os diferenciais das obrigações soberanas a aproximarem-se. Apesar das taxas de juro isentas de risco mais elevadas e em contraste com a evolução nos Estados Unidos, os diferenciais das obrigações de empresas europeias diminuíram e os preços das ações aumentaram, com um desempenho particularmente forte das ações dos bancos da área do euro. Nos mercados cambiais, o euro fortaleceu-se globalmente em termos ponderados pelo comércio.

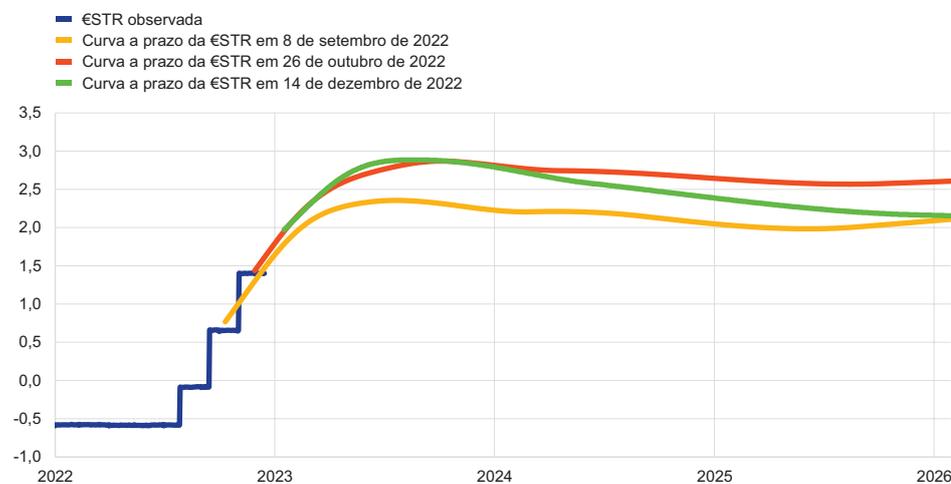
Ao longo do período em análise, as taxas isentas de risco de curto prazo da área do euro aumentaram devido às expectativas do mercado de um aumento da restritividade da política monetária mais rápido e mais pronunciado, com a curva a prazo da taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) a estabilizar nos prazos muito curtos e a inverter-se acentuadamente nos prazos mais longos.

A €STR acompanhou de perto as alterações à taxa de juro da facilidade permanente de depósito, que o Conselho do BCE aumentou de 0,00% para 0,75% na reunião de política monetária de setembro e, posteriormente, mais 75 pontos base, para 1,50%, na reunião de outubro. Situou-se, em média, em torno de -8,5 pontos base no início do período em análise no princípio de setembro, e em cerca de 140 pontos base desde o início de novembro. A curva a prazo dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight*, com base na €STR, aumentou significativamente nos prazos mais curtos, após as duas subidas das taxas e, no final do período em análise, incorporou subidas adicionais de cerca de 80 pontos base para 2023, implicando uma taxa máxima de aproximadamente 2,8% no início do terceiro trimestre desse ano. Ao mesmo tempo, terminou o período em análise com uma inversão pronunciada para além do muito curto prazo, incorporando três cortes nas taxas em 2024 e 2025.

Gráfico 15

Taxas implícitas nos contratos a prazo da €STR

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

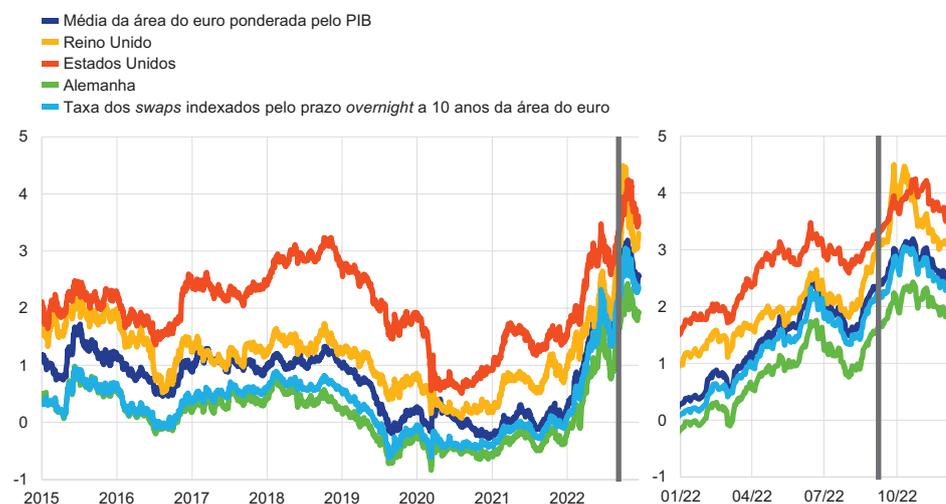
Nota: A curva a prazo é calculada utilizando as taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR.

As taxas de rendibilidade de longo prazo aumentaram no início do período em análise, com os participantes no mercado a reavaliarem as suas expectativas quanto à trajetória da política monetária, antes de regressarem a níveis próximos dos de setembro, a par de uma evolução semelhante nos Estados Unidos (gráfico 16). Ao longo do período em análise, as taxas de juro de longo prazo isentas de risco permaneceram voláteis e muito sensíveis às notícias macroeconómicas. Inicialmente, continuaram a subir, em resultado de valores de inflação superiores ao esperado, para depois descerem para níveis atingidos no início de setembro. Por exemplo, a taxa isenta de risco a 10 anos da área do euro – medida pela taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* – aumentou temporariamente cerca de 80 pontos base para cerca de 3%. Em seguida, caiu para 2,3% no final do período em análise, à medida que os participantes no mercado especularam que, nos Estados Unidos e na área do euro, os aumentos das taxas de juro poderiam abrandar e que a política monetária poderia mudar de direção mais cedo do que o esperado, a que se seguiram descidas das taxas de rendibilidade a nível mundial. Em termos gerais, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas mundiais registaram um aumento modesto mais perto do final do período, apesar da elevada volatilidade, tendo as taxas de rendibilidade das obrigações a 10 anos nos Estados Unidos, no Reino Unido e na Alemanha aumentado 16, 15 e 22 pontos base, atingindo 3,48%, 3,31% e 1,94%, respetivamente.

Gráfico 16

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

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

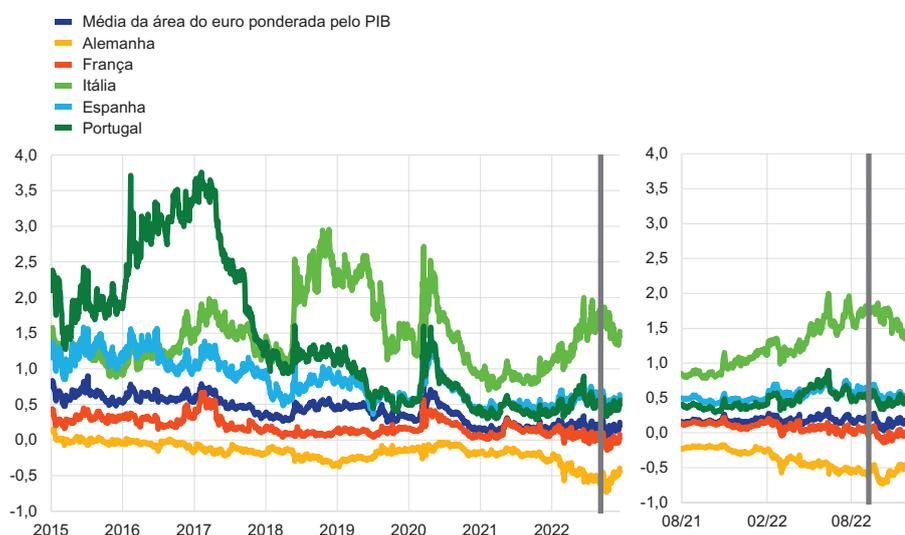
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 8 de setembro de 2022. As últimas observações referem-se a 14 de dezembro de 2022.

As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro evoluíram globalmente em linha com as taxas isentas de risco no período em análise, com os diferenciais das obrigações soberanas a aproximarem-se (gráfico 17). Enquanto as taxas de longo prazo 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, terminando o período em análise 7 pontos base acima do valor registado no início de setembro. Tal ocultou diferentes desenvolvimentos nos vários países à medida que os diferenciais das obrigações soberanas individuais se estreitavam. Por exemplo em Itália e na Grécia, onde os diferenciais das obrigações soberanas a 10 anos diminuíram em 18 e 22 pontos base, respetivamente, enquanto na Alemanha o diferencial das obrigações de dívida pública a 10 anos se tornou 14 pontos base menos negativo.

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)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 8 de setembro de 2022. As últimas observações referem-se a 14 de dezembro de 2022.

Os diferenciais das obrigações de empresas diminuíram durante o período em análise, em resultado da melhoria do sentimento quanto ao risco, com descidas mais pronunciadas no segmento de elevada rentabilidade.

Não obstante as taxas de curto prazo mais elevadas e os fatores económicos adversos, os diferenciais das obrigações de empresas diminuíram ao longo do período em análise, em resultado da melhoria do sentimento face ao risco, à medida que os estrangulamentos no abastecimento continuaram a diminuir gradualmente e os Índices dos Gestores de Compras (IGC) mostraram alguma resiliência (ver secções 1 e 2). Tal foi particularmente observado nos diferenciais das obrigações de empresas com elevada rentabilidade, que caíram 35 pontos base, enquanto os diferenciais das obrigações de empresas com grau de qualidade de investimento diminuíram 19 pontos base.

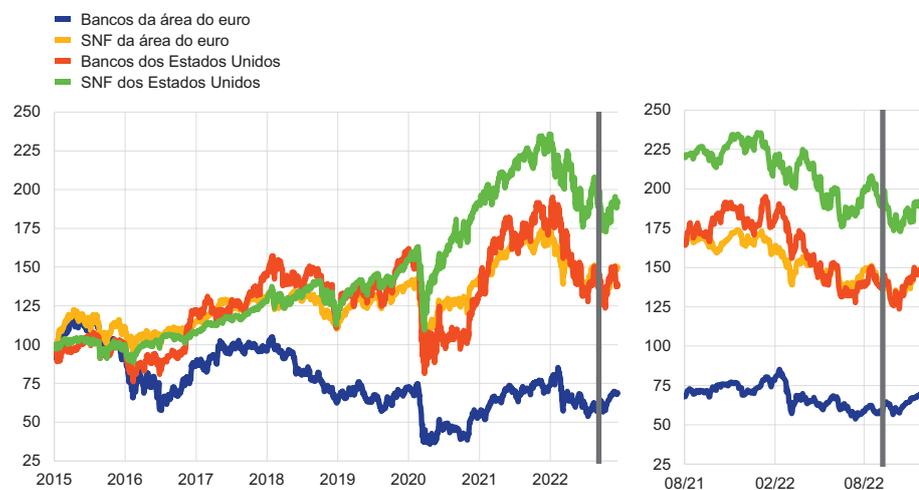
Os mercados acionistas europeus recuperaram, com os bancos da área do euro a registarem um desempenho particularmente forte.

Apesar de algum entrave causado por taxas isentas de risco mais elevadas, os mercados acionistas recuperaram, tendo as ações europeias superado os seus pares a nível mundial, incluindo nos Estados Unidos. Em termos gerais, as ações de sociedades não financeiras (SNF) aumentaram 7,7% na área do euro, face a uma descida de 0,8% nos Estados Unidos. A diferença foi ainda mais acentuada no setor bancário, com os bancos da área do euro a ganharem 14,2%, face a uma queda de 4,0% nos Estados Unidos. Esta recuperação refletiu lucros positivos inesperados para os bancos da área do euro no terceiro trimestre e expectativas de lucros mais robustos no futuro, sendo os aumentos observados e esperados das taxas de juro diretoras do BCE considerados como impulsionadores das margens de juro e, por conseguinte, dos lucros dos bancos.

Gráfico 18

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

(Índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

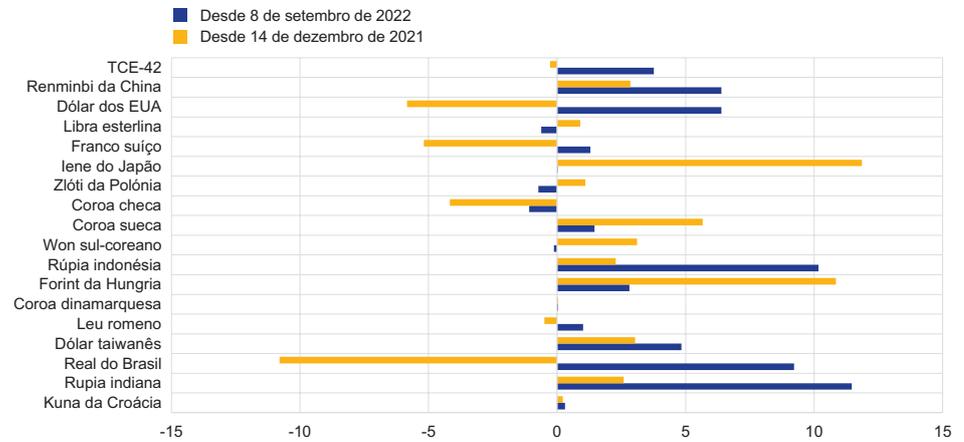
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 8 de setembro de 2022. As últimas observações referem-se a 14 de dezembro de 2022.

Nos mercados cambiais, o euro fortaleceu-se globalmente em termos ponderados pelo comércio (gráfico 19). 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, fortaleceu-se em 3,8%. Em termos de evolução das taxas de câmbio bilateral, o euro registou uma forte apreciação face ao dólar dos Estados Unidos (6,4%), refletindo a especulação de que o ritmo de subidas das taxas nos Estados Unidos poderá abrandar e a política monetária poderá mudar de direção mais cedo do que o esperado. Também se fortaleceu face às moedas da maioria das outras principais economias avançadas, incluindo o franco suíço (1,3%), embora se tivesse mantido praticamente inalterado face ao iene do Japão. Adicionalmente, registou uma apreciação face às moedas da maioria das principais economias de mercado emergentes, em particular o renminbi da China (6,4%). Enfraqueceu ainda ligeiramente face a algumas moedas europeias, incluindo a libra esterlina (0,6%), a coroa checa (1,1%) e o zloti da Polónia (0,7%), não obstante continuar a apreciar-se face ao forint da Hungria (2,8%).

Gráfico 19

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas seleccionadas

(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 14 de dezembro de 2022.

5 Condições de financiamento e evolução do crédito

As taxas ativas bancárias voltaram a aumentar, refletindo custos de financiamento dos bancos mais elevados à medida que prossegue a normalização da política monetária. Os empréstimos bancários às empresas mantiveram-se robustos em outubro, enquanto os empréstimos às famílias registaram nova moderação. No período de 8 de setembro a 14 de dezembro, o custo do financiamento por ações desceu significativamente, enquanto o custo do financiamento por dívida baseado no mercado aumentou ligeiramente. O inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) de outubro de 2022 indica um aumento generalizado da restritividade das condições de financiamento das empresas. Entretanto, as empresas mostraram-se bastante pessimistas quanto à disponibilidade da maior parte das fontes de financiamento externo. A moderação da dinâmica monetária foi retomada em outubro, refletindo a evolução do crédito às empresas e às famílias.

Os custos de financiamento dos bancos da área do euro são mais elevados, refletindo variações nas taxas de mercado e isentas de risco, à medida que prossegue a normalização da política monetária. Em outubro, o custo composto do financiamento por dívida dos bancos da área do euro manteve uma tendência em sentido ascendente, alcançando o seu nível mais elevado desde 2014 (gráfico 20, painel a). Com o aumento da restritividade das condições de financiamento junto do banco central e a normalização da política monetária, os custos de financiamento globais dos bancos aumentaram inicialmente ao longo do período em análise, tendo depois registado novamente uma ligeira descida, refletindo uma correção em baixa das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias em novembro (gráfico 20, painel b). As recentes subidas das taxas de juro do BCE também se estão a transmitir às taxas passivas. Em consonância com as regularidades históricas, a transmissão das recentes medidas de política monetária aos depósitos tem sido mais gradual em comparação com a resposta mais imediata das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias. Em outubro, a taxa passiva aumentou para 0,35%, ou seja, 22 pontos base acima do nível registado antes da primeira subida em julho e 28 pontos base acima do nível registado no início de 2022. Estes aumentos ainda moderados refletem a recuperação progressiva dos diferenciais entre as taxas passivas e as taxas diretoras para níveis observados no passado, típicos em períodos de taxas de juro positivas. A recente recalibração da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) também contribui para a normalização dos custos de financiamento dos bancos¹⁰. Em novembro e dezembro, na sequência da recalibração das ORPA direcionadas III, os bancos aceleraram os seus reembolsos voluntários, reduzindo assim a liquidez excedentária no setor bancário. Em termos de solidez dos balanços, os bancos da área do euro estão, em geral, bem capitalizados, excedendo os requisitos regulamentares e os objetivos em termos de capital, embora os riscos decorrentes do enfraquecimento da conjuntura económica possam reduzir a qualidade dos ativos e aumentar o risco de crédito.

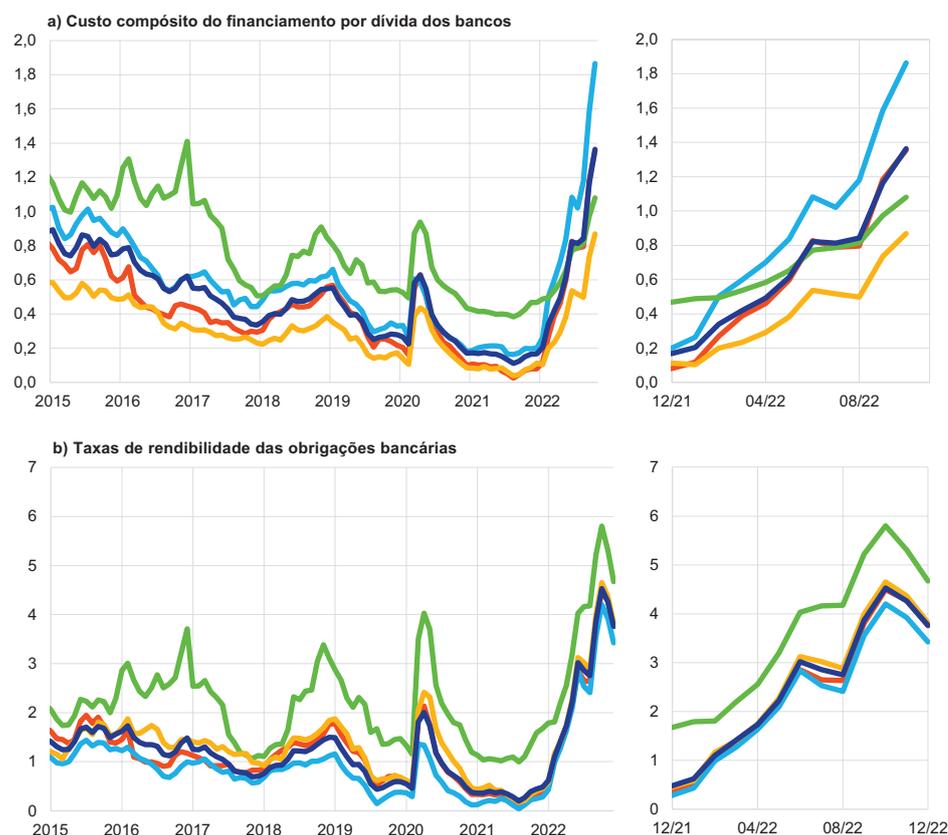
¹⁰ Ver o comunicado do BCE intitulado [ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#), 27 de outubro de 2022.

Gráfico 20

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

(percentagens homólogas)

■ Área do euro
■ Alemanha
■ França
■ Itália
■ Espanha



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 outubro de 2022 para as taxas de financiamento bancário compósitas e a 14 de dezembro de 2022 para as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias.

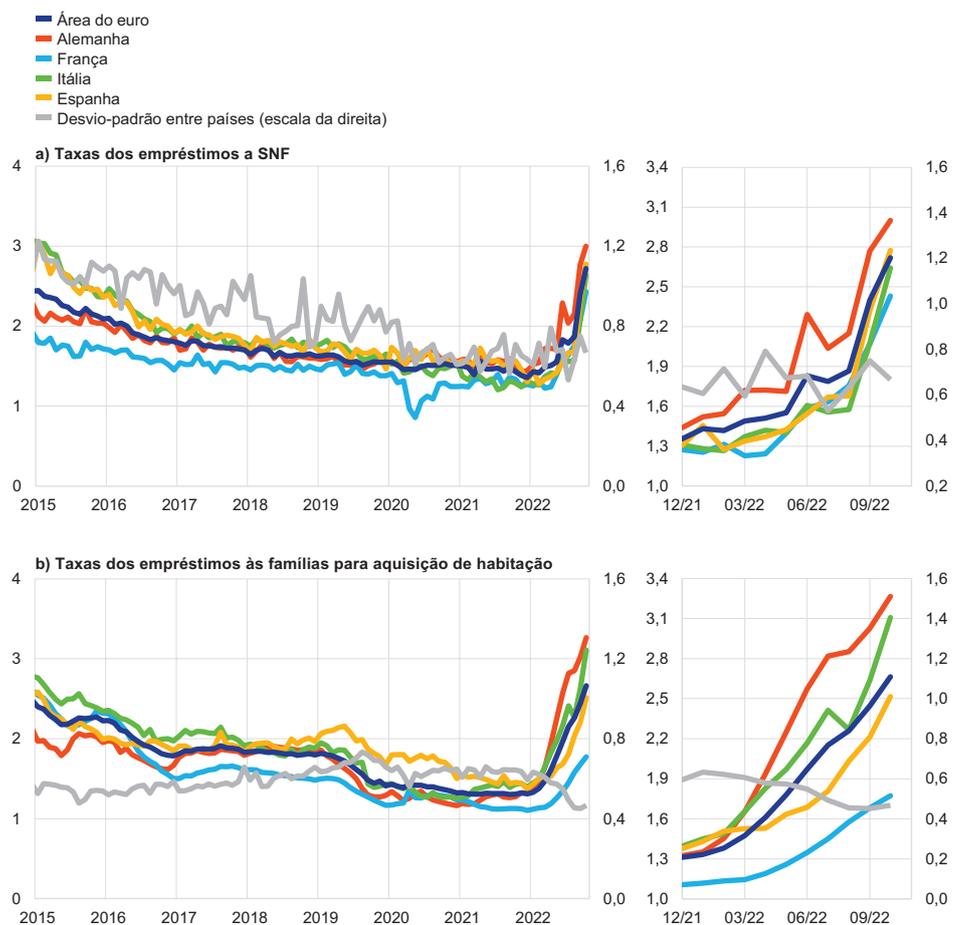
As taxas ativas bancárias aplicadas às empresas e às famílias voltaram a aumentar, refletindo a normalização da política monetária. Desde fevereiro de 2022, os aumentos dos custos de financiamento dos bancos fizeram subir as taxas ativas em todos os países da área do euro, atingindo níveis observados pela última vez em 2015 (gráfico 21), enquanto os critérios de concessão de crédito se tornaram mais restritivos. Estes aumentos das taxas ativas estão em linha com anteriores ciclos de maior restritividade. As taxas ativas bancárias a sociedades não financeiras (SNF) subiram para 2,72% em outubro. O aumento mensal de 32 pontos base fez subir as taxas ativas aplicadas às empresas num valor acumulado de 136 pontos base desde o final de 2021. Entretanto, as taxas ativas bancárias aplicadas aos empréstimos às famílias para aquisição de habitação registaram nova subida, de 21 pontos base, para 2,66% em outubro, o que representa um aumento de 135 pontos base face ao nível registado no final de 2021. Os aumentos

observados nas taxas ativas foram substancialmente superiores aos das taxas passivas, o que também é característico de um ciclo de maior restritividade. A reavaliação mais forte do preço dos empréstimos bancários em relação aos depósitos está a apoiar a margem financeira dos bancos por via do aumento das margens entre empréstimos e depósitos relativas a novas operações. O diferencial entre as taxas ativas bancárias aplicadas aos empréstimos de reduzido montante e aos empréstimos de grande montante aumentou ligeiramente, situando-se próximo do nível médio dos últimos dois anos, mas era ainda muito inferior ao diferencial observado antes da crise financeira. Entretanto, a dispersão entre países das taxas ativas aplicadas às empresas e às famílias manteve-se contida, sugerindo que a transmissão da restritividade da política monetária do BCE tem funcionado sem problemas (gráfico 21, painéis a e b).

Gráfico 21

Taxas ativas bancárias compósitas dos empréstimos às SNF e às famílias em países selecionados

(percentagens homólogas; desvio-padrão)



Fonte: BCE.

Notas: As taxas ativas bancárias compósitas 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 outubro de 2022.

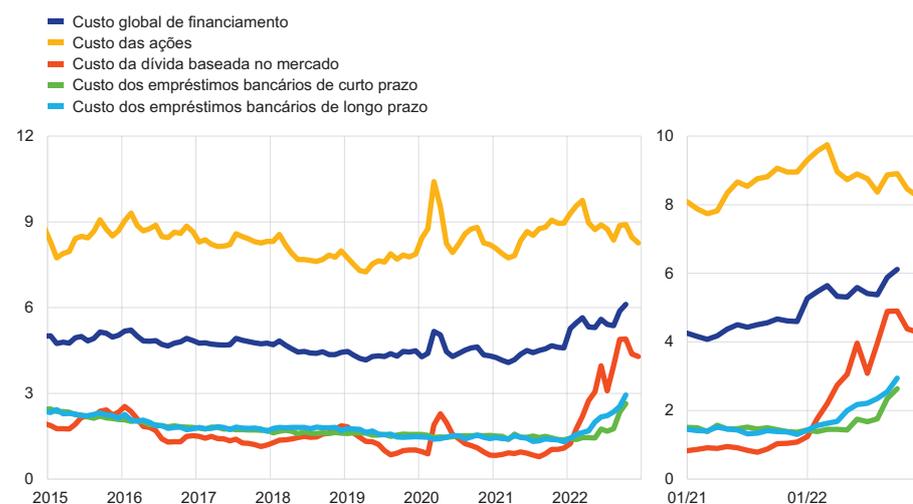
No período de 8 de setembro a 14 de dezembro de 2022, o custo do financiamento por ações das SNF diminuiu consideravelmente, enquanto o custo da emissão de dívida baseada no mercado aumentou ligeiramente.

Devido a desfasamentos nos dados disponíveis sobre o custo dos empréstimos bancários, o custo global de financiamento das SNF, incluindo o custo de financiamento bancário, o custo da dívida baseada no mercado e o custo das ações, só pode ser calculado até outubro de 2022, quando se situou em 6,1%, ou seja, cerca de 20 pontos base acima do seu nível no mês anterior (gráfico 22). Tal resultou de um aumento do custo do financiamento por dívida bancária de curto e de longo prazo, bem como do financiamento por dívida baseada no mercado. O custo do financiamento por ações não se alterou significativamente em outubro em comparação com o mês anterior, uma vez que uma descida do prémio de risco das ações compensou o impacto de taxas isentas de risco mais elevadas no custo das ações. O custo da dívida baseada no mercado aumentou devido a taxas isentas de risco mais elevadas e a diferenciais das obrigações de empresas mais alargados. O custo global do financiamento em outubro de 2022 atingiu um máximo histórico plurianual, situando-se em níveis observados pela última vez no final de 2010. Desde 8 de setembro, ao longo do período em análise, o custo da dívida baseada no mercado desceu ligeiramente devido a menores diferenciais das obrigações de empresas quer nos segmentos de categoria de investimento quer nos segmentos de elevada rentabilidade, compensando amplamente um ligeiro aumento das taxas isentas de risco. O custo das ações desceu acentuadamente devido à queda considerável do prémio de risco das ações, que ensombrou o impacto marginal das taxas isentas de risco ligeiramente mais elevadas.

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.

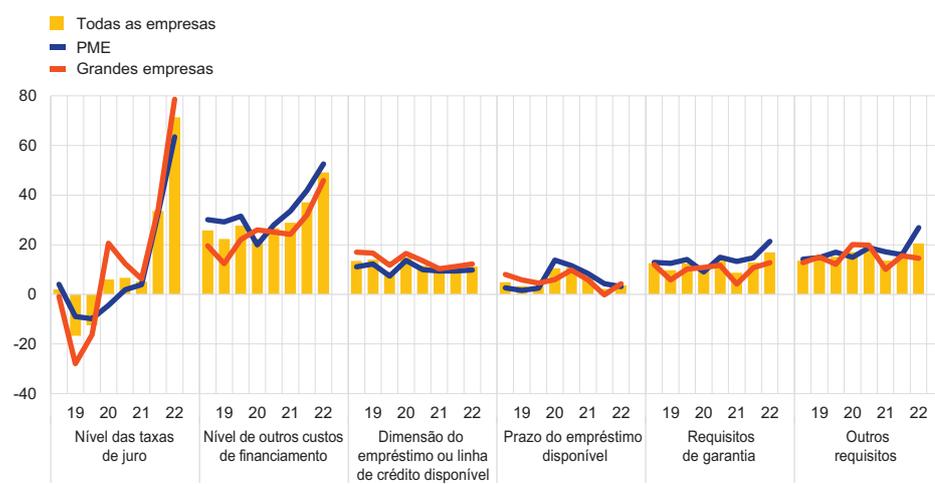
Notas: O custo global do financiamento das SNF é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações, com base nos respetivos saldos. As últimas observações dizem respeito a 14 de dezembro de 2022 para o custo da dívida baseada no mercado (média mensal de dados diários), 9 de dezembro de 2022 para o custo das ações (dados semanais) e outubro de 2022 para o custo global do financiamento e para o custo do financiamento bancário (dados mensais).

As empresas assinalaram uma maior restritividade das condições de financiamento nas diferentes dimensões e países das empresas no inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) de outubro de 2022. A percentagem líquida de empresas que reportaram taxas bancárias mais elevadas subiu consideravelmente para 71% (face a 34% na ronda anterior), não tendo sido observada uma percentagem comparável desde o início do inquérito em 2009 (gráfico 23). Ao mesmo tempo, um valor líquido de 49% das empresas (face a 37%) também reportou aumentos de outros custos de financiamento, tais como encargos, taxas e comissões. Os aumentos das taxas de juro bancárias e de outros custos parecem ser globalmente semelhantes nas pequenas e médias empresas (PME) e nas grandes empresas. O inquérito também indicou requisitos de garantia mais rigorosos e identificou mais empresas que indicavam aumentos no prazo e dimensão dos empréstimos. Paralelamente, poucas empresas reportaram obstáculos à obtenção de um empréstimo bancário (7%, tal como na anterior ronda do inquérito), o que se deve sobretudo à vontade inalterada dos bancos de conceder crédito.

Gráfico 23

Alterações nos termos e condições do financiamento bancário a empresas da área do euro

(percentagens líquidas de inquiridos)



Fonte: Inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento (SAFE) do BCE.

Notas: Os valores baseiam-se nas empresas que recorreram a empréstimos bancários (incluindo empréstimos bancários bonificados), linhas de crédito ou descobertos bancários ou de cartões de crédito. As percentagens líquidas correspondem à diferença entre a percentagem de empresas que reportaram um aumento num dado fator e a percentagem de empresas que reportaram uma diminuição. Os valores referem-se às rondas 20-27 do inquérito (outubro de 2018-março de 2019 a abril-setembro de 2022).

As empresas reportaram um alargamento dos respetivos défices de financiamento e tornaram-se mais pessimistas quanto à disponibilidade da maior parte das fontes de financiamento externo. O desvio de financiamento externo – a diferença entre a variação da procura e a variação da oferta de financiamento externo – atingiu 9% (o que compara com 1% na ronda anterior) na área do euro. Tal ficou a dever-se ao aumento das necessidades de financiamento externo por parte das empresas, sobretudo para fazer face a custos de produção mais elevados, em conjunto com uma disponibilidade real de financiamento reportada ligeiramente inferior. Numa análise prospetiva, uma percentagem

relativamente elevada de empresas sinalizou uma deterioração da disponibilidade esperada de empréstimos bancários e linhas de crédito (31% e 25%, respetivamente) para o período de outubro de 2022 a março de 2023. Em termos históricos, a dinâmica destes indicadores está relacionada com a atividade das empresas atual e futura, com crescentes desvios de financiamento e uma menor disponibilidade esperada de financiamento, implicando fatores adversos para o crescimento do PIB da área do euro¹¹.

Os empréstimos bancários às empresas mantiveram-se robustos em outubro, enquanto os empréstimos às famílias registaram nova moderação. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às SNF manteve-se inalterada em 8,9% em outubro, tendo sido registadas menores entradas do que nos meses anteriores (gráfico 24, painel a). A forte taxa de crescimento dos empréstimos às empresas reflete ainda uma procura robusta de empréstimos bancários, uma vez que as empresas utilizam o crédito para financiar os custos mais elevados de produção e investimento e para substituir obrigações por empréstimos bancários, enquanto os custos de financiamento baseado no mercado estão a exceder os do financiamento baseado nos bancos. Em termos de composição por prazos, os fluxos de empréstimos de mais longo prazo deram o maior contributo para o crescimento dos empréstimos às empresas em outubro, refletindo elevadas necessidades de financiamento destinado a investimento em termos nominais devido à inflação e à substituição de títulos de dívida. A queda acentuada do contributo dos fluxos de empréstimos de curto prazo em outubro poderá estar relacionada com um ponto de viragem na acumulação de existências por parte das empresas, em linha com sinais provenientes de indicadores de inquéritos quanto à variação de existências com propriedades de indicador avançado. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias moderou-se para 4,2% em outubro, face a 4,4% em setembro (gráfico 24, painel b). Esta evolução explica-se pela moderação dos empréstimos à habitação através de uma combinação de forças no lado da procura e da oferta, com os bancos a aumentarem a restritividade dos critérios de concessão de crédito e a procura a enfraquecer, em resultado da deterioração das perspetivas económicas, de taxas hipotecárias mais elevadas e da deterioração das perspetivas para o mercado da habitação. A informação do [inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro](#), que apresenta propriedades de indicador avançado para o crescimento futuro dos empréstimos às empresas e às famílias, sugere que se espera que a dinâmica dos empréstimos registre uma moderação nos próximos trimestres¹². Esta avaliação está em consonância com o abrandamento esperado da economia da área do euro e a normalização da política monetária.

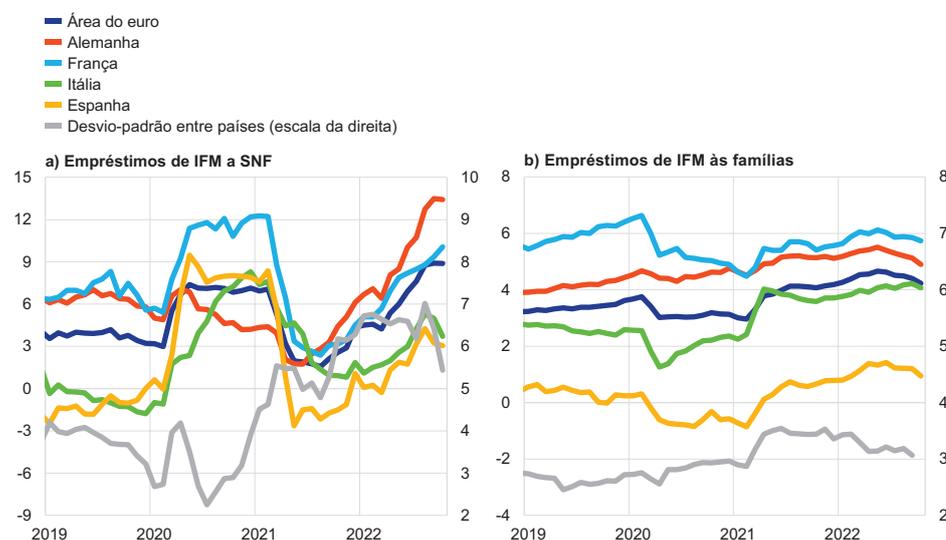
¹¹ Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “Acesso das empresas ao financiamento e ciclo económico: dados do SAFE”, na presente edição do *Boletim Económico*.

¹² Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “Que informação proporciona o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro acerca da evolução futura dos empréstimos?”, na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico 24

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

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



Fonte: BCE.

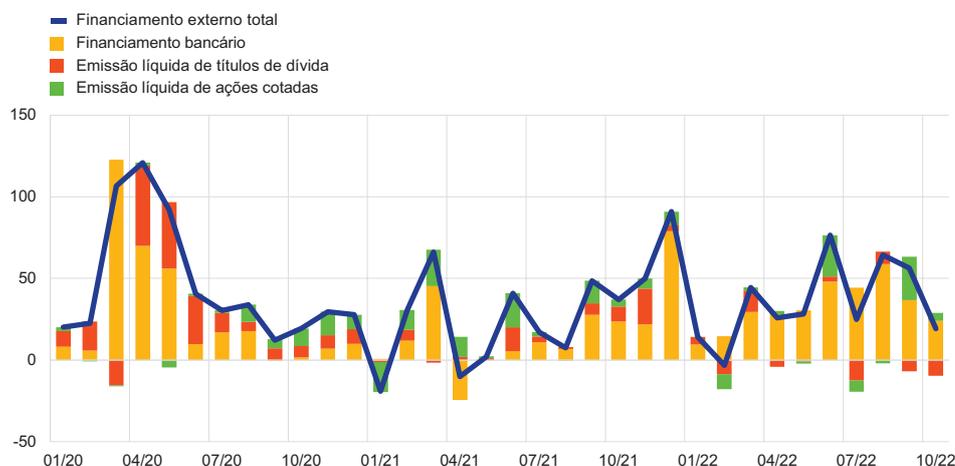
Notas: Os empréstimos das instituições financeiras monetárias (IFM) são corrigidos de vendas e titularização. No caso das SNF, os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa nominais (*notional cash pooling*). O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da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

O volume total de financiamento externo das empresas moderou-se num contexto de apoio dos empréstimos bancários. A taxa de crescimento homóloga do financiamento externo diminuiu de 3,6% em setembro para 3,4% em outubro, refletindo uma maior restritividade das taxas ativas e dos critérios aplicados à concessão de crédito num contexto de crescimento robusto do investimento nominal e das atuais necessidades das empresas relacionadas com fundos de maneiio. 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 e ações cotadas tem sido globalmente mais fraca (gráfico 25). O aumento dos empréstimos bancários às empresas e a menor emissão de dívida baseada no mercado refletem a subida do custo relativo do financiamento por dívida baseada no mercado. A subida temporária da emissão de ações cotadas em setembro é explicada pela cotação excepcionalmente elevada de uma única empresa.

Gráfico 25

Fluxos de financiamento externo líquido às SNF na área do euro

(fluxos mensais; 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 outubro de 2022.

A reafetação de fundos de depósitos *overnight* para depósitos a prazo prosseguiu em outubro, num contexto de normalização da política monetária.

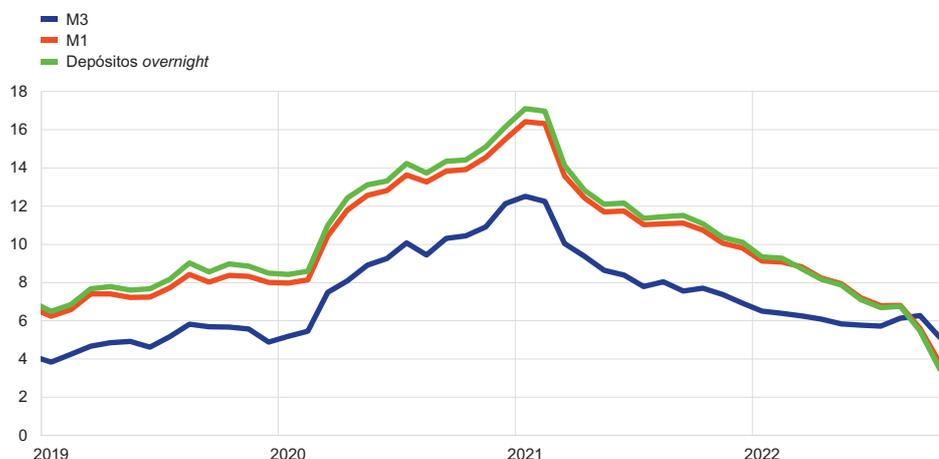
A taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* registou uma nova descida substancial, para 3,4% em outubro, face a 5,5% em setembro (gráfico 26).

Esta descida é explicada pela substituição em larga escala de depósitos *overnight* por depósitos a prazo. Este reajustamento da carteira foi desencadeado pela remuneração progressivamente mais elevada dos depósitos a prazo em relação aos depósitos *overnight*, em linha com padrões históricos típicos de ciclos de maior restritividade. O forte interesse nos depósitos a prazo é observado sobretudo nas empresas e outras instituições financeiras (OIF), que têm vindo a transferir fundos desde o verão de 2022, altura em que os depósitos a prazo começaram a receber uma remuneração relativamente mais elevada. As famílias tinham anteriormente preferido depósitos *overnight* – refletindo motivos de precaução e o pequeno diferencial entre a remuneração dos depósitos a prazo e *overnight* – mas recentemente mostraram mais interesse nos depósitos a prazo, à medida que o diferencial aumentava, embora a substituição de carteiras tenha sido muito menos pronunciada do que nos outros dois setores. Ao mesmo tempo, o crescimento das detenções de depósitos pelas empresas e pelas famílias variou entre países.

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 outubro de 2022.

A moderação da dinâmica monetária foi retomada em outubro, refletindo a evolução do crédito às empresas e às famílias.

O crescimento homólogo do agregado monetário largo (M3) diminuiu para 5,1% em outubro, face a 6,3% em setembro (gráfico 26). A forte descida está relacionada com a inversão de um fator técnico pontual e com a evolução do crédito às empresas e às famílias¹³. Do lado das componentes, a substituição dos depósitos *overnight* em outubro levou a uma forte descida do agregado estreito M1, reduzindo assim o seu contributo para o crescimento homólogo do M3. Entretanto, os depósitos a prazo incluídos no agregado monetário largo M3 deram um maior contributo para o crescimento do M3 em comparação com meses anteriores. Do lado das contrapartidas, o crédito ao setor privado continuou a dar o principal contributo para o crescimento homólogo do M3. O contributo 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, refletindo o fim das compras líquidas de ativos a partir de julho de 2022. Entretanto, as saídas monetárias líquidas anuais para o resto do mundo continuaram a travar o crescimento do agregado monetário largo, dado que os preços elevados dos produtos energéticos estão a exercer um impacto negativo na balança comercial da área do euro.

¹³ Os valores do M3 relativos a setembro de 2022 incluem uma grande posição temporária do Eurosistema face a uma câmara de compensação, classificada no setor das “sociedades financeiras não monetárias, exceto sociedades de seguros e fundos de pensões”. Em setembro, todos os agregados a que estes depósitos pertencem foram inflacionados por este fator técnico pontual.

6 Evolução orçamental

O saldo orçamental das administrações públicas da área do euro em 2022 continuou a melhorar face aos elevados défices registados durante a pandemia, segundo as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema. No entanto, o saldo orçamental deverá deteriorar-se ligeiramente em 2023, antes de melhorar novamente em 2024. A deterioração temporária é, em grande medida, moldada por níveis significativos de apoio governamental discricionário destinado a compensar o aumento dos preços dos produtos energéticos e o aumento do custo de vida das famílias. Nas projeções anteriores, esperava-se que estas medidas se limitassem, em grande medida, a 2022, resultando numa melhoria contínua das perspetivas para o défice. No entanto, os governos já orçamentaram ou fizeram outros anúncios indicando que, em 2023, estará em vigor um nível de apoio semelhante ao de 2022, de cerca de 2% do PIB. 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 apoio orçamental. Numa perspetiva de política, as medidas de apoio orçamental para proteger a economia do impacto dos preços elevados dos produtos energéticos devem ser temporárias, direcionadas e adaptadas para preservar os incentivos a um menor consumo energético. É provável que medidas orçamentais que não cumpram estes princípios exacerbem as pressões inflacionistas, o que requereria uma resposta mais forte da política monetária. Além disso, em consonância com o quadro de governação económica da UE, as políticas orçamentais devem ser orientadas para a consecução de uma economia mais produtiva e a redução gradual da elevada dívida pública. A reforma do quadro de governação económica da UE deve ser concluída rapidamente.

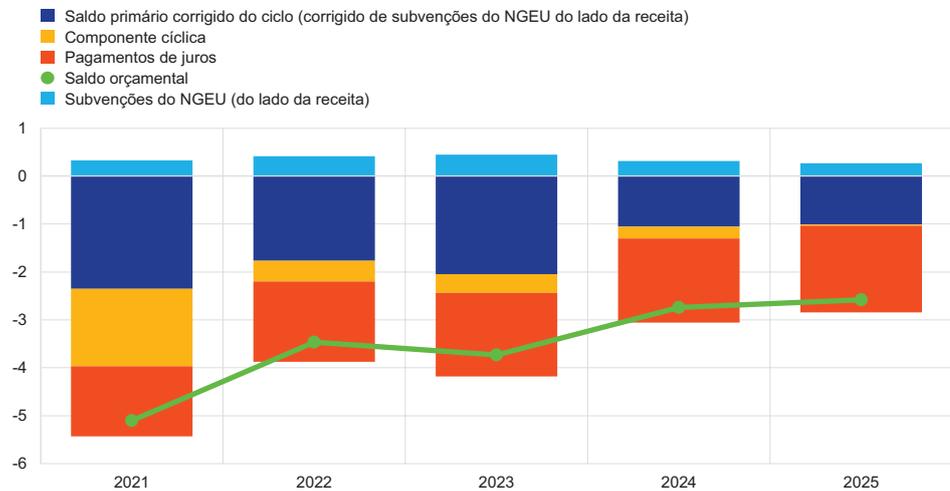
O saldo orçamental das administrações públicas da área do euro deteriorar-se-á ligeiramente em 2023, seguindo-se uma melhoria em 2024, de acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema¹⁴. O rácio do défice das administrações públicas em relação ao PIB na área do euro desceu para 5,1% em 2021, após ter atingido um nível sem precedentes de 7,1% em 2020 (gráfico 27). Estima-se que tenha voltado a diminuir para 3,5% do PIB em 2022, mas prevê-se que aumente ligeiramente para 3,7% em 2023. No entanto, prevê-se que o rácio do défice volte a diminuir em 2024, altura em que deverá atingir 2,7%. Prevê-se que o rácio do défice permaneça na proximidade desse nível até ao final do horizonte de projeção em 2025. Estima-se que a melhoria do saldo orçamental em 2022 tenha sido impulsionada pelo ciclo económico e por um saldo primário corrigido do ciclo mais elevado após uma grande parte das medidas de emergência pandémica começar a cessar. As medidas adotadas em resposta à inflação elevada e à guerra na Ucrânia em 2022 são menos significativas do que as adotadas durante a pandemia, embora ainda muito significativas, representando cerca de 2% do PIB. Prevê-se que estejam em vigor medidas de apoio de magnitude semelhante em 2023 (gráfico 28).

¹⁴ Ver as [Projeções macroeconómicas para a área euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2022](#).

No entanto, a sua composição alterar-se-á para subsídios, em especial para apoiar os limites máximos dos preços dos produtos energéticos, afastando-se das transferências sociais, tais como o apoio ao rendimento das famílias, que dominaram, em grande medida, a resposta inicial do governo ao choque sobre os preços dos produtos energéticos. Contudo, fatores não discricionários, como a diminuição das receitas extraordinárias, deverão contribuir para uma deterioração pequena e temporária do défice em 2023. A melhoria esperada do saldo orçamental das administrações públicas em 2024 pode ser totalmente explicada por uma melhoria do saldo primário corrigido do ciclo, baseado no pressuposto de que as medidas de apoio estatal relacionadas com os produtos energéticos expiram.

Gráfico 27
Saldo orçamental e respetivas componentes

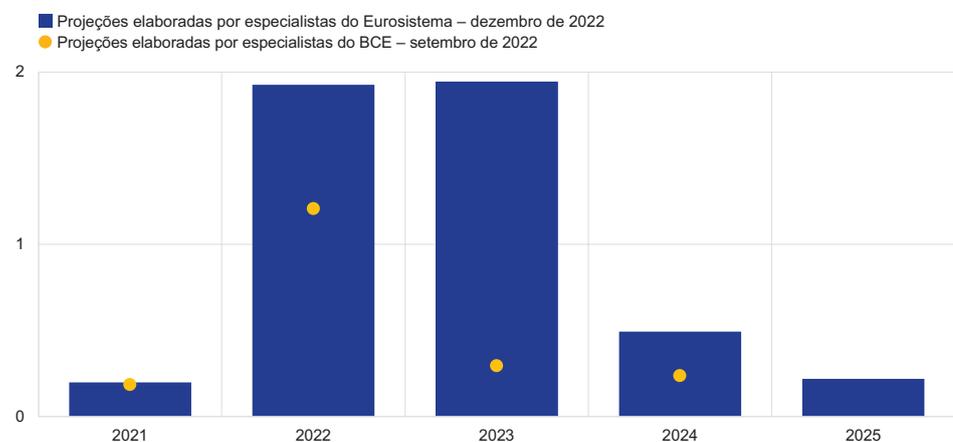
(em percentagem do PIB)



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

Gráfico 28
Apoio orçamental na área do euro em resposta aos preços elevados dos produtos energéticos e à inflação

(em percentagem do PIB; nível por ano)



Fontes: Cálculos e projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE.

Estima-se que a orientação orçamental da área do euro se tenha tornado mais restritiva em 2022 e, embora se projete que diminua moderadamente em 2023, espera-se um aumento significativo da restritividade em 2024 caso não sejam adotadas novas medidas discricionárias¹⁵. Em 2022, a maior restritividade

captada nesta medida da orientação orçamental pode ser atribuída a fatores não discricionários significativos, refletindo sobretudo a continuação de fortes receitas extraordinárias que já tinham começado a observar-se no ano anterior. A menor restritividade da orientação orçamental prevista para 2023 é explicada por uma inversão parcial projetada destas receitas extraordinárias, que mais do que compensa um certo aumento da restritividade das medidas discricionárias em geral. Este aumento reflete a retirada de parte das extensas medidas relacionadas com a pandemia e de estímulo à recuperação adotadas desde o início da crise do coronavírus (COVID-19). No entanto, espera-se um aumento significativo da restritividade da orientação orçamental em 2024, altura em que se prevê que a maioria das medidas de apoio tenha cessado, embora tal gere incertezas significativas. Prevê-se que seja seguida de uma orientação globalmente neutra no final do horizonte de previsão em 2025¹⁶.

Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, o saldo orçamental global da área do euro para 2022 foi revisto ligeiramente em alta, mas espera-se um resultado significativamente mais adverso para 2023. Em particular, o rácio do saldo

orçamental da área do euro em relação ao PIB foi revisto em alta em 0,3 pontos percentuais, devido a contributos melhores do que o esperado quer do ciclo económico quer do saldo primário corrigido do ciclo. No entanto, o saldo orçamental projetado para 2023 deteriorou-se muito acentuadamente, em 0,9 pontos percentuais do PIB. Tal deve-se principalmente a um saldo primário corrigido do ciclo mais negativo, refletindo a expectativa de continuação das medidas de apoio estatal relacionadas com a inflação elevada e a guerra na Ucrânia¹⁷.

¹⁵ 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 pacote “Next Generation EU” (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.

¹⁶ 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 de +1,0 pontos percentuais do PIB em 2021 e +0,5 pontos percentuais do PIB em 2022. Projeta-se que seja de -0,3, +1,0 e +0,1 pontos percentuais do PIB em 2023, 2024 e 2025, respetivamente. Em comparação com as projeções de setembro de 2022, foi objeto de uma revisão de +0,4 pontos percentuais para 2022 e de -1,0 e +1,1 pontos percentuais para 2023 e 2024, respetivamente.

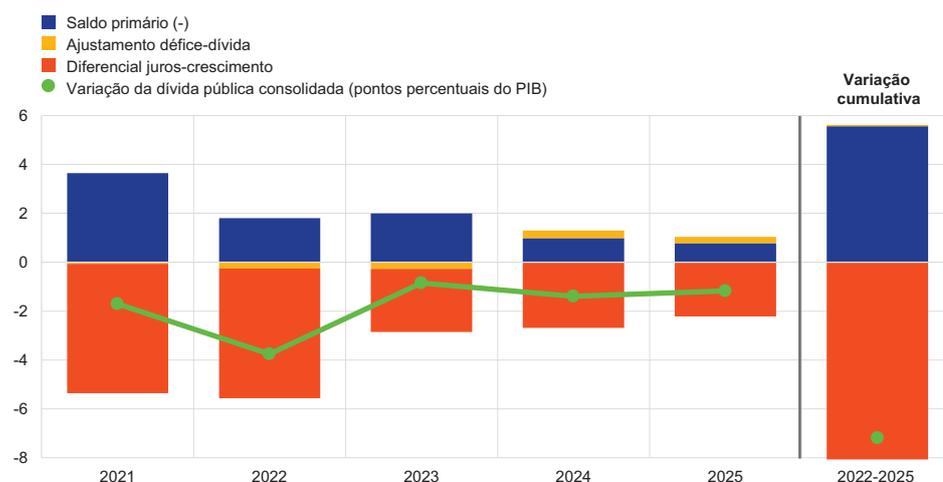
¹⁷ Estima-se que o apoio estatal adicional para compensar os preços mais elevados dos produtos energéticos e outras despesas em resposta à guerra na Ucrânia ascenda a 0,9% do PIB da área do euro em 2022.

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% em 2024 e 2025, mas mantendo-se acima do nível anterior à crise. Após um aumento próximo de 13 pontos percentuais em 2020, para cerca de 97%, no rácio da dívida, estima-se que o défice primário ainda elevado em 2021 tenha sido mais do que compensado por um contributo significativo para a redução da dívida de um diferencial favorável entre a taxa de juro e o crescimento. Tal conduziu a uma redução moderada do rácio da dívida em relação ao PIB, que se projeta que continue a diminuir lentamente, mas de forma constante, ao longo do período de 2022 a 2025. Esta descida deverá resultar de contributos ainda favoráveis dos diferenciais de crescimento das taxas de juro que compensem os défices primários com efeito de aumento da dívida, enquanto os ajustamentos défice-dívida deverão ser globalmente neutros em termos acumulados ao longo de todo o horizonte (gráfico 29). No final do horizonte de projeção em 2025, prevê-se que o rácio da dívida em relação ao PIB seja de 88%, ou seja, 4 pontos percentuais acima do nível registado antes da crise, em 2019.

Gráfico 29

Fatores impulsionadores da variação da dívida pública da área do euro

(em percentagem do PIB, salvo indicação em contrário)



Fontes: Cálculos do BCE e projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema. 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 os preços elevados dos produtos energéticos, o contexto inflacionista e possíveis respostas em termos de política. Em termos de pressupostos orçamentais, os riscos quanto à atual projeção de referência estão enviesados no sentido de um estímulo orçamental adicional em 2023-2024 e de um novo adiamento do desvanecimento do apoio orçamental discricionário já incorporado nas previsões.

Numa perspetiva de política, as medidas de apoio orçamental para proteger a economia do impacto dos preços elevados dos produtos energéticos devem ser temporárias, direcionadas e adaptadas para preservar os incentivos a um menor consumo energético. É provável que medidas orçamentais que não cumpram estes princípios exacerbem as pressões inflacionistas, o que requereria uma resposta mais forte da política monetária. Além disso, em consonância com o quadro de governação económica da UE, as políticas orçamentais devem ser orientadas para a consecução de uma economia mais produtiva e a redução gradual da elevada dívida pública. A coordenação contínua e eficaz das políticas na área do euro será importante para assegurar que as políticas orçamentais não contribuem para as pressões inflacionistas, salvaguardando simultaneamente a sustentabilidade da dívida e assegurando que as finanças públicas são favoráveis ao crescimento¹⁸. A reforma do quadro de governação económica da UE deve ser concluída rapidamente.

¹⁸ A última avaliação do Eurosistema do impacto das medidas de apoio relacionadas com produtos energéticos para 2023 sugere que a sua magnitude poderia ser significativamente superior ao projetado pela Comissão nas suas previsões do outono de 2022, com base nas informações contidas nos projetos de planos orçamentais dos Estados-Membros. Tal sugere que os riscos identificados pela Comissão a este respeito são suscetíveis de se materializar. Para mais detalhes, ver a Caixa 8, intitulada “Implicações em termos de política orçamental dos projetos de planos orçamentais para 2023 dos países da área do euro”, na presente edição do *Boletim Económico*.

Caixas

1 Evolução da inflação na área do euro e nos Estados Unidos

Por Gerrit Koester, Eduardo Gonçalves, Ramon Gomez-Salvador, Julia Doleschel, Malin Andersson, Belén González Pardo e Laura Lebastard

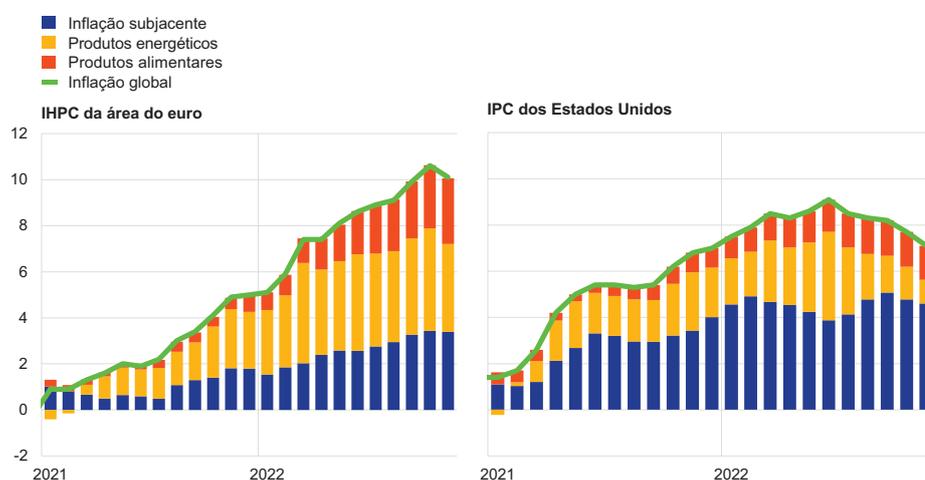
A inflação global aumentou acentuadamente na área do euro e nos Estados Unidos desde o início de 2021. Os Estados Unidos tinham registado um aumento mais forte e antecipado, mas a inflação global na área do euro tem sido mais elevada desde julho de 2022¹. Em novembro, a inflação do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) da área do euro situou-se em 10,1%, face a 10,6% em outubro, enquanto a inflação do Índice de Preços no Consumidor (IPC) dos Estados Unidos atingiu um máximo de 10,1% em junho, tendo subsequentemente registado uma ligeira moderação, situando-se em 7,1% em novembro.

¹ Para uma análise da evolução anterior, ver a caixa intitulada [Comparação da evolução recente da inflação nos Estados Unidos e na área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2021, e a caixa intitulada [Recent inflation developments in the United States and the euro area – an update](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2022.

Gráfico A Inflação global e componentes

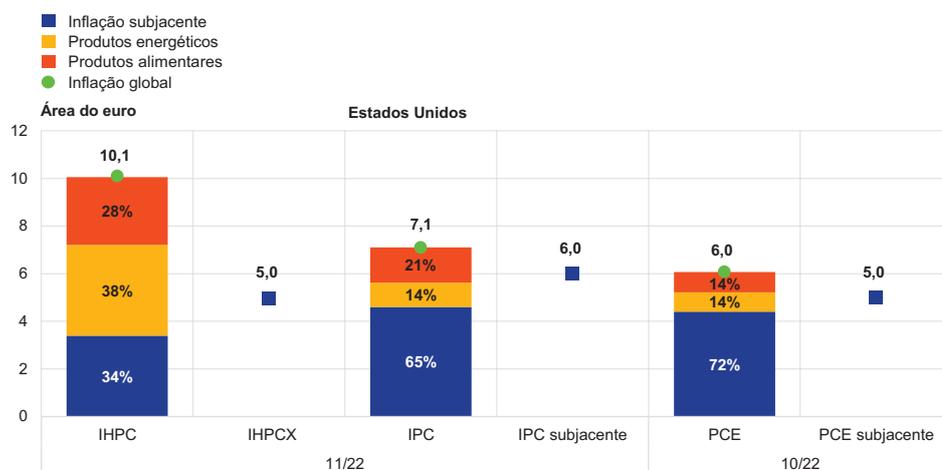
a) Evolução da inflação

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



b) Contributos das principais componentes da inflação

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



Fontes: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics e cálculos do BCE.

Notas: O IHPCX é o IHPC da área do euro excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (ou seja, a inflação subjacente). O PCE (*Personal Consumption Expenditures Price Index*) é o índice de preços das despesas de consumo pessoal dos Estados Unidos. As últimas observações referem-se a novembro para o IHPC e o IPC e a outubro para o PCE.

A inflação dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares desempenhou um papel fundamental enquanto fator impulsor da inflação global mais elevada registada na área do euro.

Por si só, a inflação dos preços dos produtos energéticos representou 38% da inflação global na área do euro em novembro, mas apenas 14% nos Estados Unidos. Em conjunto, a inflação dos produtos energéticos e dos produtos alimentares representa cerca de dois terços da inflação global na área do euro, mas apenas cerca de um terço da inflação global nos Estados Unidos (gráfico A). Uma das principais razões para a inflação dos produtos energéticos mais elevada na área do euro prende-se com os preços muito mais elevados do gás natural – resultantes do importante papel desempenhado pelo gás russo na área do euro antes da guerra da Rússia contra a Ucrânia – e com as

repercussões nos preços da eletricidade². A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares situou-se em 5,0% em novembro na área do euro. Ainda assim, foi inferior à inflação do IPC dos Estados Unidos excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (inflação subjacente), a qual se situou em 6,0% no mesmo mês. Contudo, o IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares apresentou um movimento lateral num nível elevado em novembro, enquanto o IPC dos Estados Unidos excluindo produtos energéticos e produtos alimentares desceu ligeiramente.

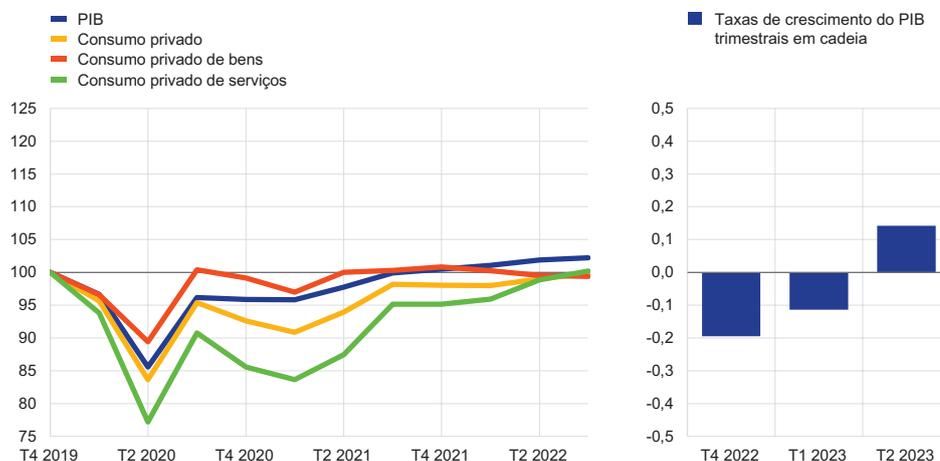
A recuperação mais forte impulsionada pelo consumo nos Estados Unidos tem sido um fator determinante das diferenças entre a evolução da inflação subjacente nas duas economias. O PIB real nos Estados Unidos regressou ao nível pré-pandemia cerca de dois trimestres antes do PIB real da área do euro (gráfico B), principalmente em resultado de uma recuperação mais forte do consumo privado e do investimento nos Estados Unidos. Em particular, o consumo privado de bens e serviços regressou apenas muito recentemente ao nível registado no quarto trimestre de 2019 na área do euro, embora já tivesse ultrapassado o nível pré-pandemia nos Estados Unidos no início de 2021. As despesas de consumo mais fortes, juntamente com uma redução mais rápida dos estrangulamentos no abastecimento nos Estados Unidos, também apoiaram o regresso do investimento não residencial privado nos Estados Unidos ao nível pré-pandemia no primeiro semestre de 2021. Em contrapartida, esse investimento na área do euro, corrigido do investimento em ativos intangíveis particularmente voláteis, apenas ultrapassou o nível pré-pandemia no final de 2021.

² Ver a caixa intitulada [Natural gas dependence and risks to euro area activity](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2022, e a caixa intitulada [O impacto da guerra na Ucrânia nos mercados energéticos da área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2022.

Gráfico B PIB real e consumo

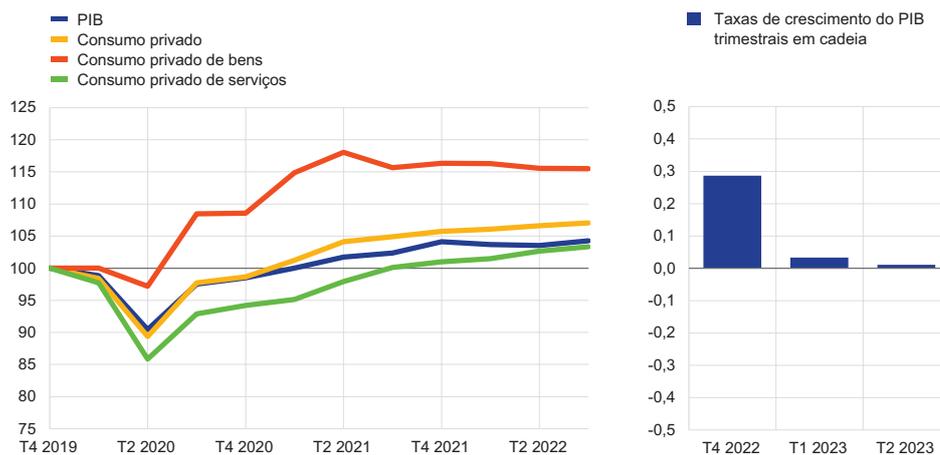
a) Área do euro

(T4 2019 = 100; taxas de variação trimestrais em cadeia (%))



b) Estados Unidos

(T4 2019 = 100; taxas de variação trimestrais em cadeia (%))



Fontes: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, base de dados das projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações para os painéis da esquerda dizem respeito ao terceiro trimestre de 2022. Os painéis da direita apresentam o crescimento projetado do PIB.

As discrepâncias no crescimento do consumo entre as duas economias podem ser explicadas, em larga medida, por dois fatores – conceção da política orçamental e dinâmica dos termos de troca.

Primeiro, uma recuperação muito rápida e forte do consumo de bens nos Estados Unidos foi estimulada pelo apoio geral e relativamente elevado ao rendimento das famílias durante a pandemia, incluindo cheques de estímulo e uma melhoria do subsídio de desemprego³. Na área do euro, o apoio estatal foi mais direcionado para os mais expostos à pandemia, quer através da compensação de perdas de rendimento quer através

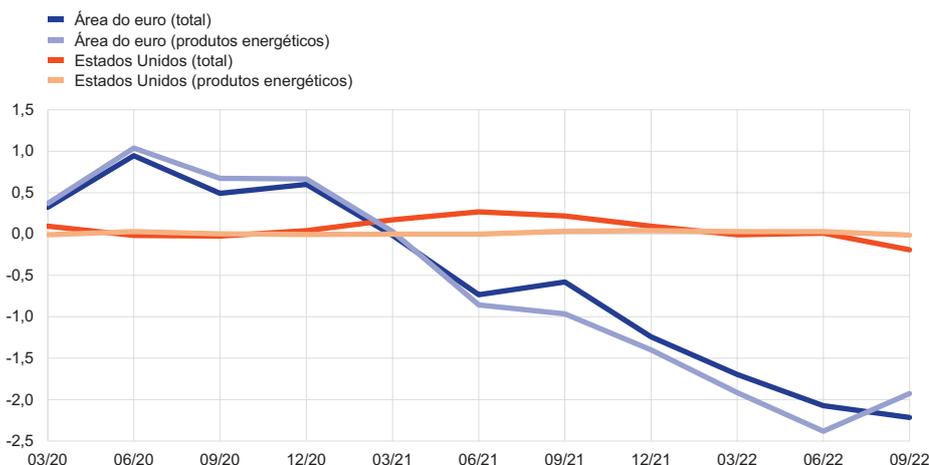
³ Ver igualmente a caixa intitulada [Evolução económica na área do euro e nos Estados Unidos em 2020](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2021, e [The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance](#), OCDE, janeiro de 2022.

de regimes de manutenção de postos de trabalho⁴. Segundo, o aumento dos preços dos produtos energéticos desde a primavera de 2021, significativamente exacerbado um ano mais tarde pela guerra na Ucrânia, resultou num choque sobre os termos de troca que atingiu muito mais a área do euro do que os Estados Unidos, uma vez que a área do euro estava fortemente dependente das importações de gás da Rússia (gráfico C)⁵. Este impacto foi intensificado pela evolução cambial, com uma forte apreciação do dólar dos Estados Unidos, enquanto o euro se depreciou não só face ao dólar, mas também em termos efetivos. Na área do euro, o impacto estimado foi equivalente a uma transferência de cerca de 2,2% do PIB para o resto do mundo, acumulada ao longo de quatro trimestres até ao terceiro trimestre de 2022. Nos Estados Unidos, o efeito sobre o rendimento foi globalmente neutro, uma vez que o país é autossuficiente em termos de energia. As perdas nos termos de troca reduziram significativamente o rendimento disponível das famílias na área do euro, com um impacto particularmente forte na procura de bens duradouros⁶. As perdas de rendimento através deste canal podem aumentar de novo e, por conseguinte, atenuar a atividade na área do euro nos próximos trimestres.

Gráfico C

Efeitos dos termos de troca sobre o rendimento

(impacto no crescimento homólogo do PIB, em pontos percentuais)



Fontes: Haver Analytics, Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O efeito dos termos de troca sobre o rendimento é calculado ponderando as variações dos preços das exportações e das importações pelos respetivos valores passados (desfasamento de um ano) e é expresso em percentagem do PIB. As últimas observações referem-se a setembro de 2022.

Em linha com a recuperação mais lenta na área do euro no ano passado, a importância da procura como fator impulsionador da inflação subjacente aumentou de forma mais gradual e mais tarde do que nos Estados Unidos

(gráfico D). Nos Estados Unidos, o contributo da procura para a inflação subjacente já tinha atingido níveis de cerca de 1,5 pontos percentuais em meados de 2021 e voltou a aumentar para quase 2 pontos percentuais recentemente, enquanto na área do euro

⁴ Ver Licchetta, M. *et al.* (2022), [Economic adjustment in the euro area and the United States during the COVID-19 crisis](#), *European Economy Discussion Paper*, 160, Comissão Europeia, março.

⁵ Para mais pormenores, ver a caixa intitulada [Implications of the terms-of-trade deterioration for real income and the current account](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2022.

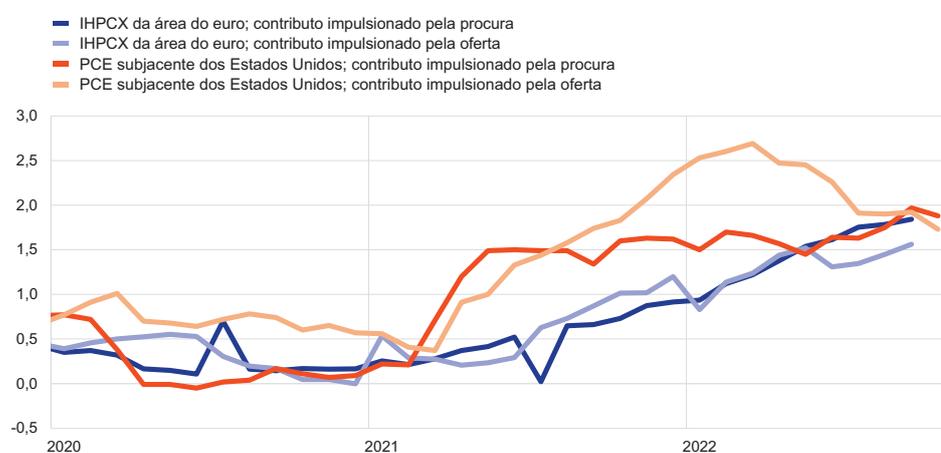
⁶ Ver a caixa intitulada “O impacto dos preços mais elevados dos produtos energéticos no consumo de bens e serviços na área do euro”, na presente edição do *Boletim Económico*.

aumentou muito mais gradualmente e atingiu níveis acima de 1,5 pontos percentuais apenas nos últimos meses. No que respeita à inflação dos bens, o contributo da oferta continua a ser superior ao da procura quer nos Estados Unidos quer na área do euro. No que respeita aos serviços, os fatores do lado da oferta desempenharam um papel mais importante nos Estados Unidos, enquanto na área do euro os fatores do lado da procura têm sido mais proeminentes. No que se refere à inflação dos serviços, onde geralmente o trabalho é de longe o maior fator de produção, a maior importância absoluta e relativa dos fatores do lado da oferta nos Estados Unidos pode, em parte, estar relacionada com a maior restritividade do mercado de trabalho e o impacto mais significativo da escassez de mão de obra sobre os salários do que na área do euro⁷.

Gráfico D

Decomposição da inflação subjacente em componentes da procura e da oferta

(contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As medidas da inflação subjacente são o IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) para a área do euro e o deflador da despesa de consumo pessoal excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (PCE subjacente) para os Estados Unidos. As séries são corrigidas de sazonalidade. Os dados têm por base uma aplicação de Shapiro, A.H., *How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?*, *FRBSF Economic Letters*, n.º 2022-15, Federal Reserve Bank of San Francisco, 21 de junho de 2022; e Shapiro, A.H., *Decomposing Supply and Demand Driven Inflation*, *Working Papers*, n.º 2022-18, Federal Reserve Bank of San Francisco, outubro de 2022. Para resultados relativos à área do euro, ver a caixa intitulada *The role of demand and supply in underlying inflation – decomposing HICPX inflation into components*, *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2022. As últimas observações referem-se a setembro de 2022 (área do euro) e a outubro de 2022 (Estados Unidos).

Numa análise prospetiva, as perspetivas de crescimento no curto prazo são mais fracas para a área do euro do que para os Estados Unidos, o que implica que o impulso da atividade económica para a inflação permanecerá menor na área do euro. Espera-se que o PIB real registre uma ligeira contração no quarto trimestre de 2022 e no primeiro trimestre de 2023 na área do euro, embora se preveja que continue a registar um crescimento positivo, embora modesto, nos Estados Unidos, de acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema (gráfico B). As projeções de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que a inflação global medida pelo IHPC se situe em 6,3% em 2023 e 3,4% em 2024, enquanto a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá situar-se em 4,2% em 2023 e 2,8% em 2024. Embora se espere que a inflação global permaneça

⁷ Para mais pormenores sobre a evolução salarial, ver a caixa intitulada “Comparing labour market developments in the euro area and the United States and their impact on wages” do artigo intitulado [Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#) da versão em língua inglesa da presente edição do *Boletim Económico*.

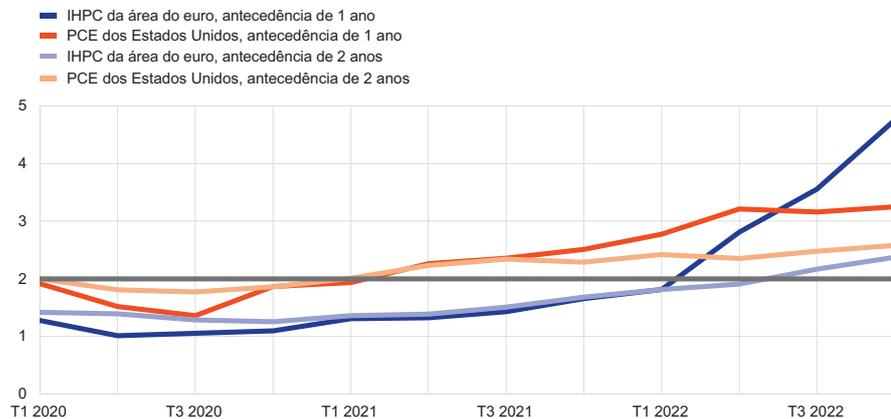
mais elevada na área do euro do que nos Estados Unidos no curto prazo, em resultado da maior exposição da área do euro a choques sobre os preços dos produtos energéticos relacionados com a guerra na Ucrânia, prevê-se que a inflação subjacente permaneça num nível ligeiramente inferior ao dos Estados Unidos, num contexto de perdas contínuas nos termos de troca e de um mercado de trabalho menos restritivo.

Os analistas profissionais preveem que a inflação com uma antecedência de 2 anos seja ligeiramente mais elevada nos Estados Unidos do que na área do euro. A inflação medida pelo IHPC com uma antecedência de 1 ano na área do euro deverá situar-se em 4,8%, de acordo com o Inquérito do BCE a Analistas Profissionais (*Survey of Professional Forecasters – SPF*). Este valor é consideravelmente mais elevado do que a inflação do PCE dos Estados Unidos, que se deverá situar em 3% com uma antecedência de 1 ano, de acordo com o inquérito realizado pelo Federal Reserve Bank of Philadelphia no quarto trimestre de 2022 (gráfico E). Simultaneamente, as expetativas de inflação com uma antecedência de 2 anos para os Estados Unidos situam-se em 2,6% para o PCE e 2,8% para o IPC, enquanto as expetativas de inflação com uma antecedência de 2 anos para o IHPC da área do euro se situam em 2,4% (gráfico E). Estes resultados sugerem que níveis de inflação acima do objetivo do banco central são considerados um pouco mais persistentes nos Estados Unidos. Tal poderá refletir a componente interna mais forte da inflação nos Estados Unidos, em conjunto com expetativas globalmente mais otimistas quanto ao dinamismo do mercado de trabalho nos Estados Unidos.

Gráfico E

Previsões e expetativas de inflação a curto e médio prazo

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: SPF realizado pelo BCE (área do euro) para o quarto trimestre de 2022, SPF realizado pelo Federal Reserve Bank of Philadelphia (Estados Unidos) para o quarto trimestre de 2022.

Notas: O SPF é realizado um mês mais tarde nos Estados Unidos do que na área do euro. Para o SPF dos Estados Unidos, as expetativas com uma antecedência de 1 ano são calculadas como a taxa de inflação média esperada ao longo dos quatro trimestres após a ronda do SPF (ou seja, para o inquérito realizado no quarto trimestre de 2022, tal significa a média entre o primeiro trimestre de 2023 e o quarto trimestre de 2023) e as expetativas de inflação com uma antecedência de 2 anos são as expetativas no trimestre em que o inquérito é realizado relativamente ao ano após o ano civil seguinte. Para o SPF da área do euro, as expetativas com uma antecedência de 1 ano são calculadas como a taxa de inflação esperada com uma antecedência de 1 ano em relação aos dados disponíveis mais recentes (ou seja, no quarto trimestre de 2022, estavam disponíveis dados relativos a setembro de 2022 e a expetativa com uma antecedência de 1 ano refere-se à taxa de inflação homóloga esperada em setembro de 2023) e as expetativas com uma antecedência de 2 anos são calculadas como a taxa de inflação esperada com uma antecedência de 2 anos em relação aos últimos dados disponíveis (ou seja, no quarto trimestre de 2022, estavam disponíveis dados relativos a setembro de 2022 e a expetativa com uma antecedência de 2 anos refere-se à taxa de inflação homóloga esperada em setembro de 2024).

2 A Croácia adota o euro

Por Matteo Falagiarda e Christine Gartner

Em 1 de janeiro de 2023, a Croácia adotou o euro e tornou-se o 20.º membro da área do euro. As avaliações constantes dos relatórios de convergência de 2022 da [Comissão Europeia](#) e do [Banco Central Europeu](#) abriram caminho para o primeiro alargamento da área do euro desde a adesão da Lituânia em 2015¹. Em 12 de julho de 2022, o Conselho da União Europeia aprovou formalmente a adesão da Croácia à área do euro e determinou uma taxa de conversão da moeda croata de 7,53450 kunas por euro². A taxa fixada correspondeu à taxa central da kuna durante a participação da Croácia no mecanismo de taxas de câmbio (MTC II)³.

A Croácia é uma economia pequena e bem integrada na área do euro através de ligações comerciais e financeiras. Tem uma população de cerca de 4 milhões de pessoas e o seu PIB representa aproximadamente 0,5% do PIB da área do euro. A composição do valor acrescentado bruto da Croácia é, de um modo geral, semelhante à do conjunto da área do euro, com a indústria (incluindo a construção) e os serviços a contribuir cerca de 25% e 72%, respetivamente (gráfico A, painel a). O turismo domina o setor dos serviços croata, com as receitas a representar cerca de 19% do PIB em 2019. Esta percentagem diminuiu de forma significativa em 2020 devido à pandemia de coronavírus (COVID-19), mas voltou a aumentar em 2021 e 2022. É, de longe, a maior percentagem de entre os Estados-Membros da UE (gráfico A, painel b). O turismo tem ainda repercussões consideráveis nos restantes setores da economia.

¹ Os relatórios de convergência da Comissão Europeia e do BCE são preparados em conformidade com o artigo 140.º, n.º 1, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.

² Ver o comunicado intitulado [Croácia aderirá à área do euro em 1 de janeiro de 2023](#), BCE, 12 de julho de 2022.

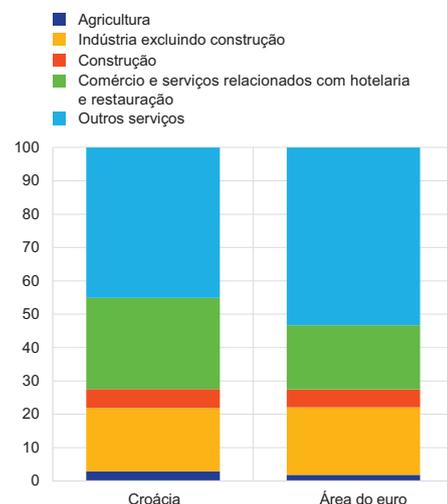
³ Ver a caixa intitulada [O lev da Bulgária e a kuna da Croácia no mecanismo de taxas de câmbio \(MTC II\)](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2020, e o artigo intitulado [The European exchange rate mechanism \(ERM II\) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2020.

Gráfico A

Estrutura da economia da Croácia

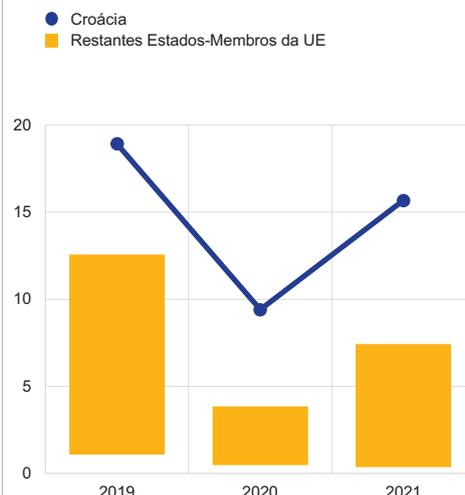
a) Valor acrescentado bruto por atividade económica

(em percentagem do total)



b) Receitas do turismo

(em percentagem do PIB)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos dos autores.

Notas: O painel a) tem por base o valor acrescentado bruto a preços correntes no segundo trimestre de 2022. "Comércio e serviços relacionados com hotelaria e restauração" inclui comércio, transportes e atividades de alojamento e restauração. O painel b) tem por base os créditos de viagens nas estatísticas da balança de pagamentos, que medem as despesas de não residentes em bens e serviços aquando da sua visita ao país. As barras amarelas indicam o intervalo mínimo/máximo de todos os outros Estados-Membros da UE.

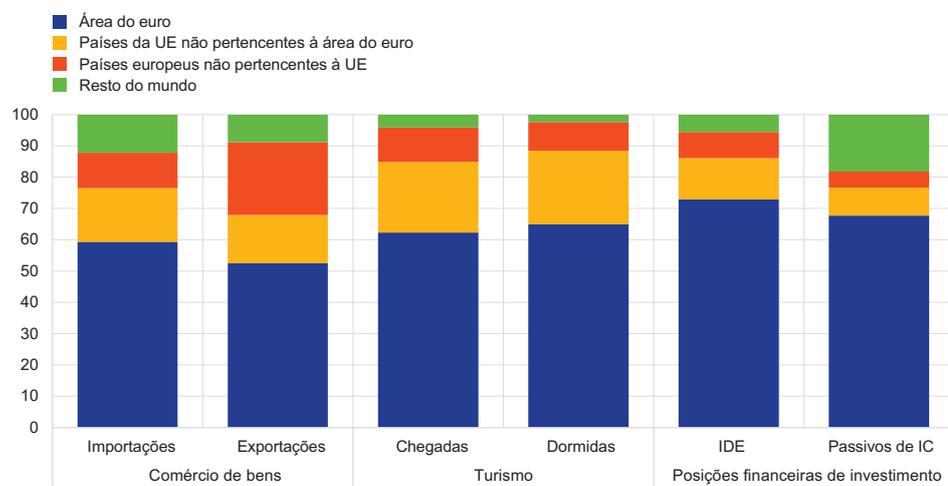
A área do euro constitui o principal parceiro comercial e financeiro da Croácia (gráfico B). Além disso, os bancos detidos por instituições financeiras domiciliadas noutros países da área do euro têm um papel dominante no sistema bancário croata. Antes de adotar formalmente o euro, a economia da Croácia caracterizava-se também por um elevado grau de "euroização". Uma percentagem significativa da dívida pública e privada era emitida em euros, refletindo a composição por moeda das poupanças das famílias e dos ativos líquidos das sociedades não financeiras (gráfico C)⁴. De um modo geral, verificou-se uma elevada sincronização do ciclo económico da economia croata com o da área do euro ao longo dos dez anos até à sua adesão ao euro.

⁴ No entanto, para os países não pertencentes à área do euro, um nível elevado de "euroização" pode também acarretar riscos e limitar o grau de flexibilidade das políticas económicas internas.

Gráfico B

Ligações comerciais e financeiras da Croácia com a área do euro

(em percentagem do total)



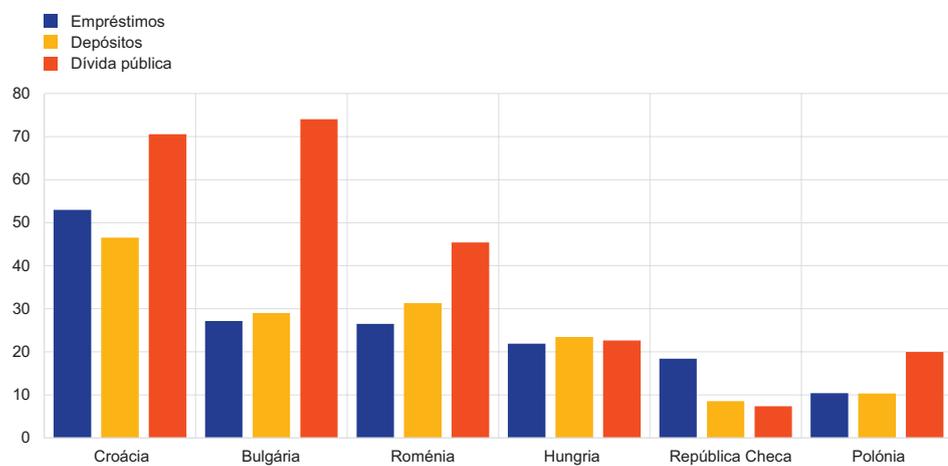
Fontes: Croatian Bureau of Statistics, Fundo Monetário Internacional (CDIS e CPIS) e cálculos dos autores.

Notas: "IDE" corresponde a investimento direto estrangeiro e "IC" corresponde a investimento de carteira. "CDIS" refere-se a *Coordinated Direct Investment Survey* (Inquérito coordenado sobre o investimento direto) e "CPIS" refere-se a *Coordinated Portfolio Investment Survey* (Inquérito coordenado sobre o investimento de carteira). Os dados referem-se a 2021 para o comércio de bens, turismo e passivos de IC. Os dados referem-se a 2020 para as posições de IDE. Para a chegada de turistas e dormidas, não se consideram os turistas nacionais. As percentagens para os passivos de IC foram calculadas através de dados-espelho dos ativos bilaterais face à Croácia.

Gráfico C

Percentagem de empréstimos, depósitos e dívida pública denominados em euros

(em percentagem do total)



Fontes: BCE e cálculos dos autores.

Nota: Os dados referem-se aos saldos em dívida de empréstimos e depósitos de instituições financeiras não monetárias excluindo as administrações públicas no final de agosto de 2022 e ao stock de dívida pública no final de 2021.

Prevê-se que a economia da Croácia beneficie da eliminação do risco cambial, assim como de custos de transação e de financiamento mais baixos.

Tendo em consideração a já profunda integração da Croácia na área do euro, e partindo do pressuposto de que prosseguirá políticas orçamentais, estruturais e financeiras sólidas no futuro, espera-se que retire benefícios da adesão ao euro. Os benefícios incluem i) a eliminação do risco cambial face ao euro, que tem sido uma das principais fontes de vulnerabilidade para a economia croata recentemente; ii) um impacto positivo sobre o comércio externo (incluindo o turismo)

e o investimento, devido a custos de transação mais baixos e maior transparência e comparabilidade de preços⁵; e iii) custos de financiamento à economia mais baixos devido às expectativas de inflação bem ancoradas, assim como custos regulatórios e risco cambial reduzidos. Espera-se que quaisquer custos e riscos associados à adoção do euro sejam relativamente baixos e maioritariamente pontuais, como o são os custos de transição ou o risco de aumentos injustificados dos preços (em relação aos quais as autoridades croatas já implementaram diversas medidas). Dada a integração económica e financeira já elevada da Croácia na área do euro e a anterior estabilidade da taxa de câmbio HRK/EUR, prevê-se que o custo de perda da capacidade de ajustar a taxa de câmbio enquanto instrumento de política macroeconómica em caso de choques assimétricos seja reduzido. No entanto, de modo a limitar a materialização desses custos, as autoridades croatas têm de colocar em prática políticas económicas e orçamentais sólidas, respeitando, simultaneamente, os constrangimentos inevitáveis associados a uma moeda e política monetária únicas.

Após a adesão à UE em 2013, a Croácia fez progressos significativos na resposta aos desequilíbrios macroeconómicos e na consecução da convergência com a área do euro.

Os desequilíbrios macroeconómicos que se tornaram evidentes no período de recessão prolongada entre 2009 e 2014 foram gradualmente corrigidos. Diziam respeito a níveis elevados de dívida externa, privada e pública num contexto de baixo crescimento potencial. A recuperação económica e as ações de política credíveis subsequentes, tais como uma orientação orçamental prudente e reformas no mercado de trabalho e no enquadramento empresarial, impulsionaram a redução sustentada das vulnerabilidades acima descritas. Ao mesmo tempo, a Croácia atingiu um grau significativo de convergência real com a área do euro. O seu PIB *per capita*, que se situava em cerca de 55% da média da área do euro em 2012 (um pouco antes da sua adesão à UE), atingiu um valor ligeiramente superior a 70% em 2022 (gráfico D, painel a). O desempenho do crescimento real da Croácia seguiu a trajetória típica do processo de convergência observado nos países que adotaram o euro após 2002 e noutros países não pertencentes à área do euro (gráfico D, painel b). Além disso, alcançou a convergência na supervisão bancária em 2020 com a entrada em vigor do acordo de cooperação estreita, uma porta de entrada para a união bancária para os países não pertencentes à área do euro⁶. Este acordo assegurou a aplicação de normas de supervisão uniformes, contribuindo, assim, para salvaguardar a estabilidade financeira e promovendo o processo de integração financeira.

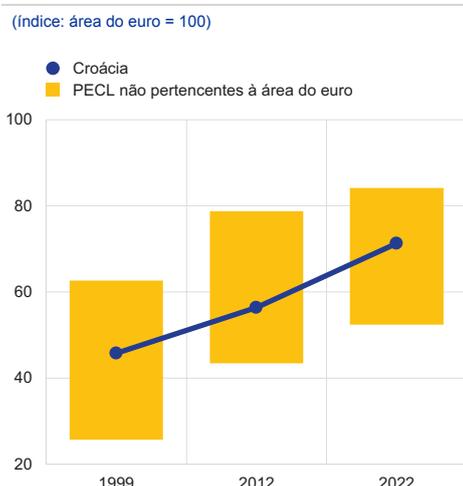
⁵ O comércio e o turismo também deverão beneficiar da adesão da Croácia ao Espaço Schengen em 1 de janeiro de 2023.

⁶ Para mais pormenores, ver o comunicado intitulado [ECB establishes close cooperation with Croatia's central bank](#), BCE, 10 de julho de 2020.

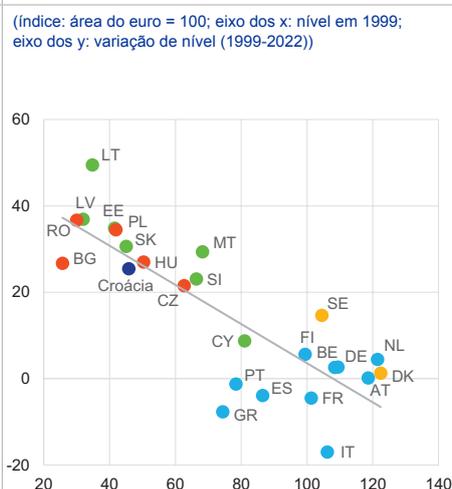
Gráfico D

PIB real *per capita*

a) Em relação à média da área do euro



b) Nível inicial em 1999 comparado com variações subsequentes em relação à média da área do euro



Fontes: Comissão Europeia (base de dados AMECO) e cálculos dos autores.

Notas: Com base no PIB real *per capita* em termos do padrão de poder de compra. Para mais pormenores, ver a caixa 2 in Diaz del Hoyo, J.L., Dorrucchi, E., Heinz, F.F. e Muzikarova, S., *Real convergence in the euro area: a long-term perspective*, *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 203, BCE, dezembro de 2017. Os dados para 2022 foram retirados das previsões económicas de outono de 2022 da Comissão Europeia. "PECL" refere-se a países da Europa Central e de Leste. No painel a), as barras amarelas indicam o intervalo mínimo/máximo dos PECL não pertencentes à área do euro (Bulgária, República Checa, Hungria, Polónia e Roménia). No painel b), os pontos vermelhos indicam os PECL não pertencentes à área do euro (Bulgária, República Checa, Hungria, Polónia e Roménia); os pontos amarelos indicam a Dinamarca e a Suécia; os pontos verdes indicam os países que aderiram à área do euro após 2002 (Estónia, Chipre, Letónia, Lituânia, Malta, Eslovénia e Eslováquia); e os pontos azuis-claros indicam os países que aderiram à área do euro antes de 2002 (Bélgica, Alemanha, Grécia, Espanha, França, Itália, Países Baixos, Áustria, Portugal e Finlândia). Excluiu-se a Irlanda devido à revisão excepcional ao PIB realizada para 2015, que não refletiu um verdadeiro aumento da atividade económica. Excluiu-se o Luxemburgo devido à distorção dos cálculos do PIB *per capita* decorrente do elevado número de trabalhadores com atividades transfronteiras.

A economia da Croácia recuperou fortemente da queda significativa do produto em 2020 e permaneceu resiliente às repercussões económicas da invasão da Ucrânia pela Rússia.

Refletindo a grande dependência da Croácia relativamente ao turismo, a pandemia afetou profundamente a economia, com o PIB real a registar uma contração de 8,6% em 2020. Ainda que o apoio em termos de políticas tenha ajudado a mitigar o impacto económico da crise, o abrandamento inverteu temporariamente o progresso alcançado com as correções dos desequilíbrios macroeconómicos antes da pandemia. Em 2021, o progresso acelerou novamente quando a economia registou um crescimento de dois dígitos (13,1%), sustentado por uma época turística bem-sucedida, assim como por uma forte dinâmica do consumo privado e do investimento. A economia da Croácia continuou também a ser uma das que mais rapidamente cresceram entre os Estados-Membros da UE em 2022, devido à manutenção do desempenho sólido do setor do turismo e do comércio direto e exposição financeira relativamente limitados da Croácia em relação à Rússia⁷. Em resultado de aumentos acentuados dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, a inflação dos preços no consumidor continuou a subir em 2022, ultrapassando de forma significativa a que se verificou na área do euro. As medidas orçamentais, tais como reduções na taxa do imposto sobre o valor acrescentado e limites máximos aplicados aos

⁷ Na *In-depth review for Croatia*, relativa a 2022, a Comissão Europeia concluiu que a Croácia, que registou desequilíbrios em 2021, já não era um país afetado por desequilíbrios.

preços do gás, eletricidade e produtos alimentares essenciais, cortes nos impostos sobre o consumo de combustíveis e o congelamento das margens nos produtos petrolíferos ajudaram a mitigar temporariamente as pressões inflacionistas. Em geral, os múltiplos choques decorrentes da crise da COVID-19 e da guerra na Ucrânia tiveram um impacto limitado sobre a capacidade da Croácia de preencher os critérios de convergência para a adoção do euro. Não obstante, há preocupações acerca da sustentabilidade da convergência da inflação, por exemplo, se as medidas orçamentais para apoiar a procura agregada contribuírem para a inflação.

A fim de tirar pleno partido das vantagens do euro e permitir que os mecanismos de ajustamento funcionem de forma eficiente numa área monetária alargada, é importante que a Croácia assegure a sustentabilidade da convergência económica. As políticas económicas devem ser orientadas para o apoio ao crescimento potencial e à resiliência, de modo a prevenir o surgimento de desequilíbrios macroeconómicos. O potencial de crescimento económico da Croácia aparenta ser ainda modesto para uma economia em convergência. Neste contexto, precisa de implementar políticas estruturais no sentido de aumentar o crescimento potencial e melhorar a competitividade e resiliência da sua economia. Poderia ser dada prioridade à melhoria da qualidade e da eficiência do enquadramento institucional e empresarial, da administração pública e do sistema judicial e à modernização da infraestrutura do país. De um modo geral, as políticas devem focar-se em apoiar a inovação e o investimento em novas tecnologias, também com o objetivo de alargar as fontes de crescimento económico além do turismo. Para potenciar a produtividade do trabalho, afigura-se essencial a implementação de medidas de política destinadas a i) reduzir os desajustamentos no mercado de trabalho, ii) melhorar a quantidade e a qualidade da oferta de mão de obra, iii) elevar a baixa taxa de participação e iv) alinhar o sistema de ensino com as necessidades da economia. A absorção eficiente dos fundos da UE alocados ao país revestir-se-á também da maior importância para assegurar uma conclusão bem-sucedida da agenda de reformas⁸.

⁸ A recente agenda de reformas guiou-se igualmente por vários compromissos em matéria de políticas por parte das autoridades croatas aquando da adesão ao MTC II, a fim de alcançar um elevado grau de convergência económica sustentável até à adoção do euro. Estes compromissos dizem respeito ao regime de proteção contra o branqueamento de capitais, ao enquadramento empresarial, à governação do setor público e ao quadro em matéria de insolvência do país. Para mais pormenores, ver o [Communiqué on Croatia](#), BCE, 10 de julho de 2020.

3 O impacto dos preços mais elevados dos produtos energéticos no consumo de bens e serviços na área do euro

Por Alina Bobasu e Johannes Gareis

O recente aumento das despesas de consumo reais na área do euro oculta uma evolução heterogénea nas componentes individuais do consumo.

O consumo privado total na área do euro aumentou significativamente no segundo e terceiro trimestres de 2022, apoiado sobretudo pelo consumo de serviços, que subiu acentuadamente após um crescimento moderado no início do ano (gráfico A)¹. Em contrapartida, o consumo de bens não duradouros caiu pelo terceiro trimestre consecutivo. Além disso, o consumo de bens duradouros manteve a sua tendência descendente (que teve início no último trimestre de 2021) até ao segundo trimestre de 2022, tendo começado a melhorar no terceiro trimestre. Embora a recuperação do consumo privado total tenha refletido vários fatores, incluindo o abrandamento generalizado das restrições relacionadas com a pandemia e a atenuação gradual dos estrangulamentos no abastecimento, a forte subida dos preços dos produtos energéticos criou fatores adversos significativos ao crescimento do consumo através do seu efeito sobre o poder de compra das famílias². A presente caixa visa quantificar o impacto do recente aumento dos preços dos produtos energéticos sobre as despesas de consumo reais na área do euro. Centra-se nos choques sobre o aprovisionamento energético que se tornaram cada vez mais significativos desde meados de 2021, especialmente com a invasão da Ucrânia pela Rússia no início de 2022³.

¹ As despesas de consumo reais e respetivas componentes para a área do euro baseiam-se na agregação dos dados disponíveis a nível dos países.

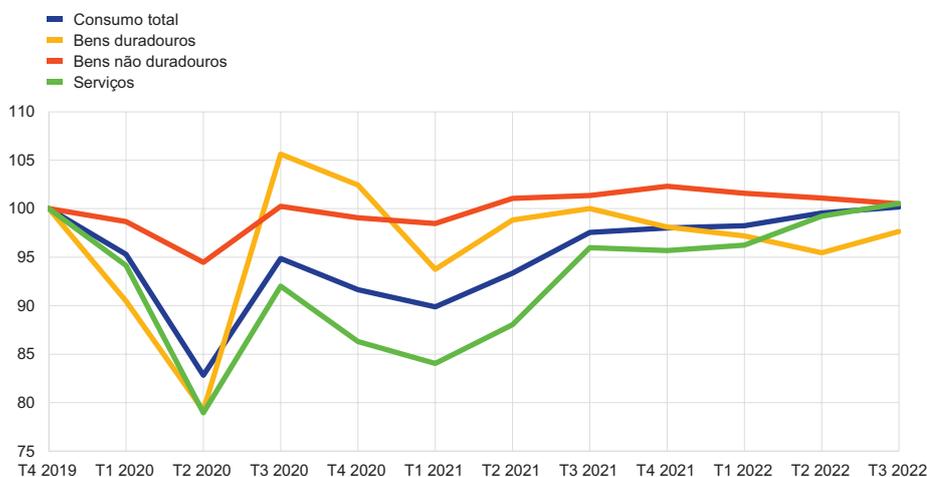
² Ver, por exemplo, o artigo intitulado [Energy prices and private consumption: what are the channels?](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2022.

³ Ver o artigo intitulado [Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2022.

Gráfico A

Evolução do consumo privado real na área do euro

(T4 2019 = 100)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: "Bens não duradouros" inclui bens semiduradouros.

O recente aumento acentuado dos preços dos produtos energéticos teve um impacto significativo no rendimento disponível real das famílias.

Na avaliação do impacto das variações nos preços dos produtos energéticos sobre o consumo privado real, o rácio entre o deflator do PIB e o deflator do consumo privado (ou entre o deflator do rendimento e da despesa) é um indicador útil. Esta medida dos termos de troca está bem fundamentada numa perspetiva teórica e capta quer os canais diretos (por exemplo, os preços no consumidor) quer os indiretos (por exemplo, salários) através dos quais os preços dos produtos energéticos afetam o poder de compra das famílias⁴. Na área do euro, este indicador está negativamente correlacionado com os preços reais dos produtos energéticos e tem vindo a diminuir de forma acentuada desde o final de 2021, pesando significativamente sobre o rendimento disponível real das famílias e afetando o consumo privado (gráfico B)⁵.

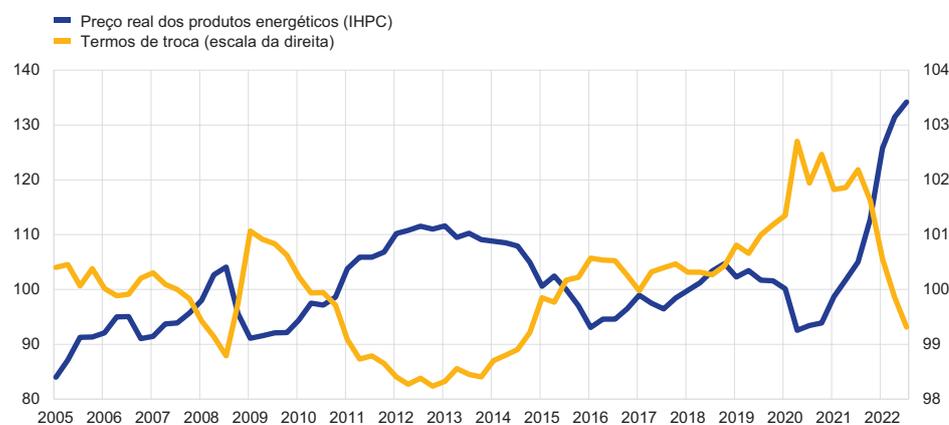
⁴ Para uma análise detalhada, ver a caixa intitulada [Preços do petróleo, termos de troca e consumo privado](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2018.

⁵ Os termos de troca também podem ser afetados por outros fatores (por exemplo, a taxa de câmbio nominal e os preços dos bens e serviços não relacionados com produtos energéticos). Empiricamente, porém, a variação dos termos de troca na área do euro explica-se, na sua maior parte, pelos preços dos produtos energéticos. Para uma desagregação da dinâmica do rendimento disponível real das famílias em diferentes fontes de rendimento e dos termos de troca em períodos em que os preços dos produtos energéticos flutuam acentuadamente, ver o artigo intitulado [Energy prices and private consumption: what are the channels?](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2022.

Gráfico B

Preços reais dos produtos energéticos e termos de troca

(2015 = 100)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos do BCE.

Notas: "Preço real dos produtos energéticos" indica o rácio entre a componente energética do IHPC e o índice do IHPC global. Os termos de troca são aproximados pelo rácio entre os deflatores do PIB e do consumo privado.

Pode ser utilizado um modelo de vetores autorregressivos estruturais (SVAR) para calcular o impacto dos choques sobre o aprovisionamento energético nas despesas de consumo.

O modelo SVAR inclui o rácio entre o deflador do PIB e o deflador do consumo privado como indicador dos termos de troca, o IHPC, o PIB real, a EURIBOR a 3 meses e o consumo privado total ou o consumo de bens duradouros, bens não duradouros ou serviços. As restrições de sinal às respostas ao impacto das variáveis do modelo são utilizadas para identificar fatores económicos impulsionadores estruturais. Na determinação do choque sobre o aprovisionamento energético, uma deterioração inesperada do aprovisionamento energético é modelizada partindo do pressuposto de que uma deterioração inesperada dos termos de troca (ou seja, um aumento dos preços reais dos produtos energéticos) conduz a um impacto positivo imediato sobre a inflação e a um efeito negativo imediato sobre a atividade económica real e as despesas de consumo⁶.

Os choques sobre o aprovisionamento energético afetaram consideravelmente as despesas de consumo reais nos últimos trimestres, particularmente em bens duradouros.

O consumo privado total foi significativamente afetado por choques sobre o aprovisionamento energético nos últimos trimestres (gráfico C). No entanto, as componentes do consumo individuais foram afetadas em diferentes graus. Os choques sobre o aprovisionamento energético tiveram apenas um impacto negativo negligenciável no consumo de serviços, o que significa que esta componente aumentou substancialmente após a reabertura da economia na primavera de 2022. Contudo, estes choques tiveram um efeito negativo claro e maior sobre o consumo de bens não duradouros e, em particular, de bens duradouros, refletindo as fragilidades observadas nos últimos trimestres.

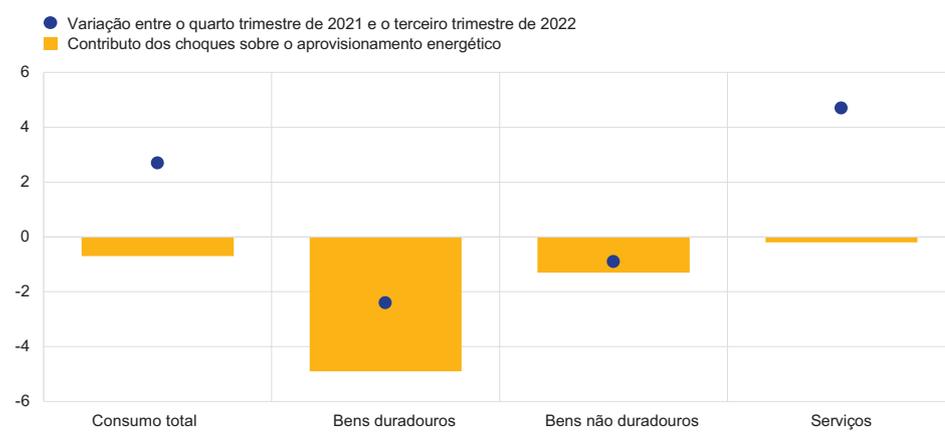
⁶ O modelo identifica também um choque da procura agregada, um choque da oferta agregada, um choque de política monetária e um choque residual para assegurar que todos os outros choques no modelo não atuam como o choque sobre os preços dos produtos energéticos. As restrições impostas estão alinhadas com a literatura sobre a identificação de choques sobre os preços dos produtos energéticos face a outros choques estruturais. Ver, por exemplo, Conti, A.M., Neri, S. e Nobili, A., [Low inflation and monetary policy in the euro area](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2005, BCE, 2017.

A reação relativamente forte do consumo de bens duradouros em resposta ao aumento dos preços dos produtos energéticos deve-se provavelmente ao facto de as famílias poderem utilizar o *stock* de bens duradouros existente sem um impacto imediato sobre o seu bem-estar⁷. Além disso, dada a incerteza acrescida resultante das flutuações dos preços dos produtos energéticos, as famílias poderão ter decidido adiar as aquisições irreversíveis de bens duradouros⁸.

Gráfico C

Impacto dos choques sobre o aprovisionamento energético nas despesas de consumo reais na área do euro

(variações em percentagem e contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Os resultados baseiam-se em quatro modelos individuais de vetores autorregressivos estruturais (SVAR) identificados com restrições de sinal. Cada modelo inclui o rácio entre o deflador do PIB e o deflador do consumo privado como indicador dos termos de troca, o IHPC, o PIB real, a EURIBOR a 3 meses e o consumo privado total ou o consumo de bens duradouros, bens não duradouros ou serviços. Os modelos são estimados utilizando dados trimestrais (expressos em variações em percentagem face ao trimestre anterior, exceto para a EURIBOR a 3 meses). A amostra abrange o período entre o primeiro trimestre de 1999 e o quarto trimestre de 2019, a fim de evitar que as flutuações económicas extraordinárias durante a pandemia de COVID-19 afetem os coeficientes estimados dos modelos. "Bens não duradouros" inclui bens semiduradouros.

O aumento dos preços dos produtos energéticos continuará a pesar sobre as despesas de consumo reais nos próximos trimestres.

Na medida em que os preços dos produtos energéticos e a incerteza permanecerem elevados, é exetável que o rendimento disponível real das famílias volte a diminuir na viragem do ano, com efeitos negativos sobre as despesas de consumo e, em particular, sobre os bens duradouros, não obstante o provável impacto positivo de uma nova atenuação dos estrangulamentos no abastecimento. Apesar da relativa resiliência aos aumentos dos preços dos produtos energéticos, é também provável que o consumo de serviços enfraqueça à medida que os efeitos de reabertura da economia se desvanecerem. De um modo geral, prevê-se uma dinâmica de consumo significativamente mais fraca no curto prazo, em consonância com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema.

⁷ Ver Browning, M. e Crossley, T.F., [Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss](#), *Journal of the European Economic Association*, vol. 7, n.º 6, 2009.

⁸ Ver Edelstein, P. e Kilian, L., [How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?](#), *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n.º 6, 2009, pp. 766-779. Para uma panorâmica do papel desempenhado pelos bens duradouros como fator cíclico impulsionador do consumo na área do euro, ver o artigo intitulado [Consumption of durable goods in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2020.

4 Dinâmica salarial nos países da área do euro desde o início da pandemia

Por Katalin Bodnár e Julien Le Roux

A pandemia de coronavírus (COVID-19) e as respostas à mesma afetaram fortemente os indicadores de crescimento salarial em todos os países da área do euro¹.

A presente caixa faz uma análise entre países da evolução da remuneração por empregado e por hora desde o início da pandemia. Embora o tipo de choque tenha sido o mesmo nos vários países, o seu impacto foi diferente. Tal esteve relacionado com, entre outros aspetos, os efeitos da pandemia em diferentes setores, como os serviços com uma grande componente de contacto (principalmente o turismo). Do mesmo modo, embora o tipo de resposta tenha sido semelhante nos vários países, na medida em que foram criados regimes de proteção de postos de trabalho, estes regimes divergiram consideravelmente, tanto na forma como foram criados, como na percentagem de trabalhadores que neles participaram. Em geral, no início da pandemia, o subsequente abrandamento económico causou um forte ajustamento em sentido descendente do fator trabalho nos vários países, que, no entanto, se manifestou, em grande medida, em menos horas trabalhadas por pessoa empregada e não numa redução do emprego. Por sua vez, face à remuneração parcial das horas não trabalhadas, tal implica que a remuneração por empregado diminuiu em geral, enquanto a remuneração por hora trabalhada chegou a aumentar temporariamente².

As diferenças entre países nos regimes de manutenção de postos de trabalho contribuíram para a heterogeneidade da evolução do mercado de trabalho e dos salários.

Os regimes diferiram na sua estrutura, cobertura e grau de subsidiação. Na maioria dos países, assumiram a forma de regimes de redução do tempo de trabalho ou de suspensão temporária do trabalho (*lay-off*)³. A principal diferença entre os regimes foi que, nos regimes de redução do tempo de trabalho, os empregados trabalharam menos do que as horas acordadas contratualmente, enquanto nos regimes de *lay-off* os trabalhadores não trabalharam, mas mantiveram o seu contrato de trabalho⁴. Em ambos os casos, a perda de remuneração que normalmente resultaria da redução das horas trabalhadas por empregado foi total ou

¹ Ver também o artigo intitulado [Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#), na presente edição do *Boletim Económico*.

² Ver o artigo intitulado [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2020.

³ Para a classificação dos regimes de manutenção de postos de trabalho, ver Drahokoupil, J. e Müller, T., *Job retention schemes in Europe, A lifeline during the Covid-19 pandemic*, *Working Paper*, n.º 2021.07, European Trade Union Institute, 2021, e Eurofound, *COVID-19: Implications for employment and working life, COVID-19 series*, Serviço das Publicações da União Europeia, 2021 ([sumário executivo](#) disponível em português). Note-se, no entanto, que a classificação dos regimes de manutenção de postos de trabalho pode variar ligeiramente consoante as publicações. Na presente caixa foi utilizado o sistema estabelecido por Drahokoupil e Müller. Para o impacto dos diferentes tipos de regimes de manutenção de postos de trabalho nas estatísticas dos custos do trabalho, ver a nota metodológica do Eurostat, [Labour cost statistics – guidance note on the recording of government schemes related to the COVID-19 crisis](#), 24 de Abril de 2020.

⁴ Suspensão temporária do trabalho ou *lay-off* refere-se à situação em que os trabalhadores são considerados desempregados, mas mantêm o seu contrato de trabalho com a empresa, podendo assim regressar à sua posição anterior em condições inalteradas.

parcialmente compensada pelo respetivo governo nacional. A maioria dos regimes previa uma compensação de apenas uma parte do salário mensal completo e o grau de apoio alterava-se com a redução das horas trabalhadas. Nos regimes de redução do tempo de trabalho, o apoio financeiro era pago aos empregadores com base nas horas não trabalhadas pelos seus empregados e os trabalhadores recebiam uma percentagem da sua remuneração independentemente das horas que efetivamente trabalhavam. Por conseguinte, estas transferências foram contabilizadas como parte da remuneração dos empregados. Pelo contrário, nos regimes de *lay-off*, as empresas podiam recorrer a suspensões temporárias e os benefícios eram pagos aos empregados pelas suas horas não trabalhadas, quer diretamente pelos governos quer através dos empregadores. Estas transferências não eram contabilizadas como parte da remuneração dos empregados⁵. Apenas um pequeno número de países recorreu a regimes de subsidiação dos salários, em que os subsídios recebidos pelos empregadores não estavam ligados a alterações nas horas trabalhadas por empregado⁶. Alguns países da área do euro também lançaram regimes diferentes em paralelo, ou alteraram o seu regime durante a crise pandémica.

Dois anos e meio após o início da pandemia, o forte impacto inicial das horas trabalhadas por indivíduo empregado sobre a remuneração por empregado abrandou em grande medida. O gráfico A mostra a variação percentual da remuneração por empregado, comparando o nível pré-crise com o segundo trimestre de 2020 (o nível mínimo observado durante a crise na maioria dos países) e o terceiro trimestre de 2022 (os dados mais recentes), nos painéis A e B, respetivamente. A variação inicial situava-se predominantemente do lado descendente, oscilando entre -10,9% em Itália e 3,1% nos Países Baixos (gráfico A, painel a). Dada a forte redução de horas, a remuneração por hora aumentou, em geral. A variação registada no terceiro trimestre de 2022 variou entre 2,9% na Grécia e 29,3% na Estónia (gráfico A, painel b). Comparando os dados mais recentes com os dados anteriores à pandemia, a remuneração por hora foi o principal fator impulsionador dos aumentos acumulados da remuneração por empregado em todos os países. Em alguns países, tal foi acompanhado por menos horas trabalhadas por empregado. Esta imagem agregada não significa necessariamente que a remuneração por hora de cada empregado tenha sempre aumentado. Pode, entre outros fatores, refletir a alteração da composição do emprego. Nem a variação acumulada da remuneração por trabalhador nem a decomposição dos salários por remuneração por hora e horas trabalhadas por empregado estão claramente ligadas ao tipo de regime de manutenção de postos de trabalho instituído. Outros fatores, tais como as condições específicas dos regimes (em termos de critérios de elegibilidade, cobertura setorial, duração, etc.) foram mais importantes para o grau de ajustamento do fator trabalho e dos salários. Por exemplo, o ajustamento das horas trabalhadas por empregado após o início da pandemia tendeu a ser maior quando o regime incluía a opção ou o requisito de trabalhar zero horas⁷.

⁵ Ver a caixa intitulada [Regimes de trabalho a tempo parcial e os seus efeitos nos salários e no rendimento disponível](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2020.

⁶ Os Países Baixos aplicaram um sistema híbrido em que o montante do subsídio era proporcional à diminuição das receitas. Ver também [Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond](#), OCDE, 2020.

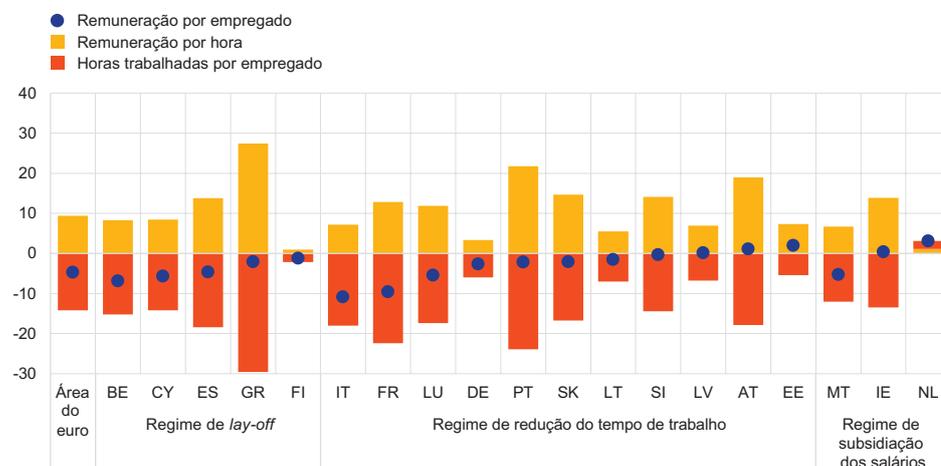
⁷ Outros fatores afetaram igualmente o ajustamento do fator trabalho, por exemplo, o emprego foi relativamente elevado em Espanha, onde a percentagem de contratos temporários é elevada.

Gráfico A

Remuneração por empregado e respetiva decomposição durante a pandemia

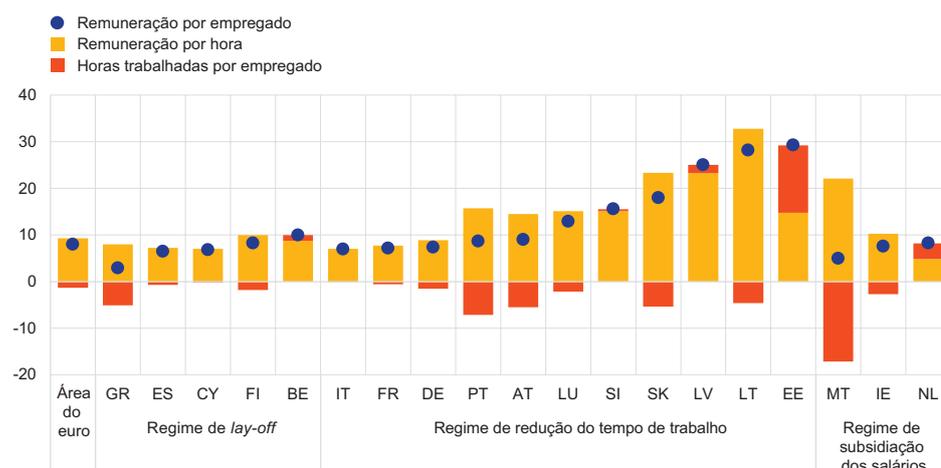
a) Variação no segundo trimestre de 2020 face ao quarto trimestre de 2019

(crescimento percentual e contributos em pontos percentuais)



b) Variação no terceiro trimestre de 2022 face ao quarto trimestre de 2019

(crescimento percentual e contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2022 para a Irlanda, ao segundo trimestre para a Itália e os Países Baixos e ao terceiro trimestre para os restantes países.

Apesar da dimensão do choque pandémico e do impacto diferente que terá tido nos vários setores, as variações entre países na composição setorial do crescimento dos salários parecem ter sido, de facto, limitadas. Dada a dimensão histórica do choque, seria de esperar que as alterações na composição da população ativa afetassem o crescimento salarial agregado. É o caso, por exemplo, sempre que um choque atinge os setores salariais mais elevados e mais baixos em diferentes graus. Dada a falta de microdados comparáveis detalhados entre os países para o período da pandemia, estas alterações só podem ser analisadas através dos níveis setoriais alargados disponíveis nas contas nacionais. Estes mostram que, na maioria dos países, os efeitos de composição implícitos

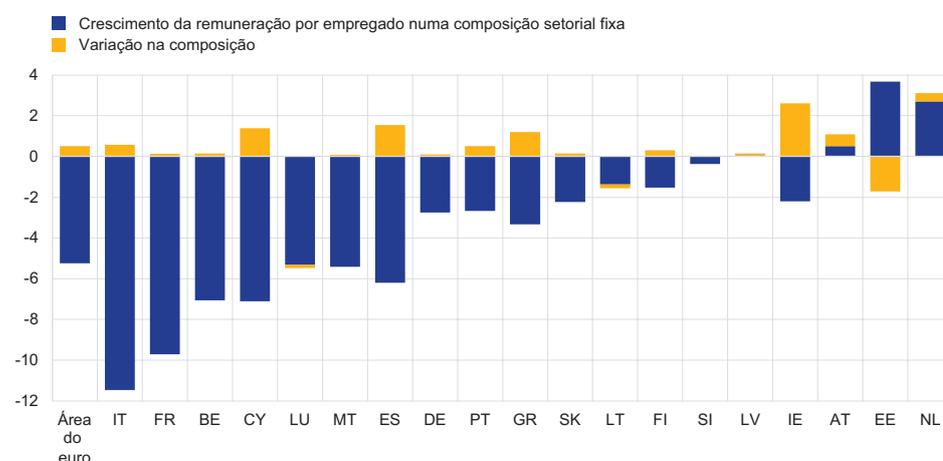
sobre o crescimento geral dos salários permaneceram reduzidos (gráfico B)⁸. Estes efeitos conduziram a um aumento do crescimento dos salários, à medida que a percentagem de emprego dos setores com níveis salariais mais baixos – principalmente nos serviços com uma grande componente de contacto – diminuiu, enquanto a dos setores com níveis salariais mais elevados – mais frequentemente, setores com uma menor componente de contacto – aumentou⁹.

Gráfico B

Efeitos de composição setorial no crescimento da remuneração por empregado

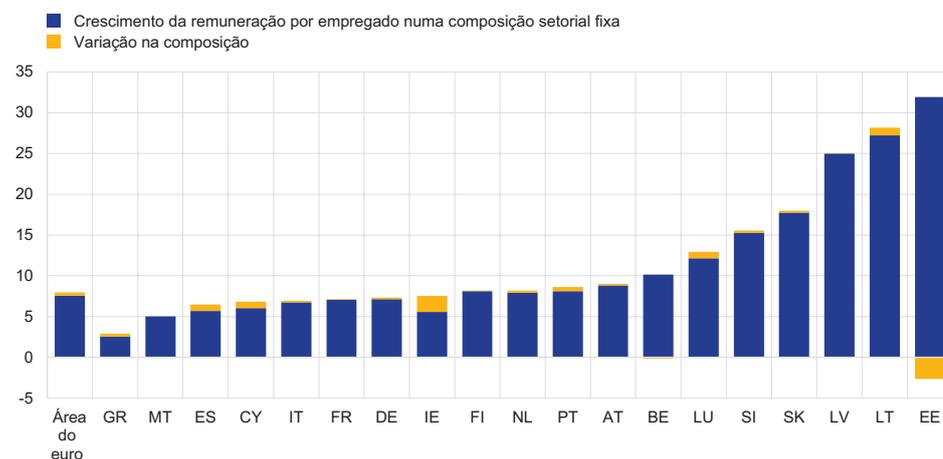
a) Segundo trimestre de 2020 face ao quarto trimestre de 2019

(variação em percentagem)



b) Terceiro trimestre de 2022 face ao quarto trimestre de 2019

(variação em percentagem)



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2022 para a Irlanda, ao segundo trimestre para a Itália e os Países Baixos e ao terceiro trimestre para os restantes países. O crescimento da remuneração por empregado numa composição setorial fixa é calculado utilizando os pesos setoriais do emprego inalterados no quarto trimestre de 2019. São utilizados os setores NACE 10 para este cálculo.

⁸ Tal está também em consonância com as conclusões relativas à crise financeira mundial. Ver o artigo intitulado [The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2019.

⁹ Do mesmo modo, as variações na composição do crescimento da remuneração por hora mantiveram-se limitadas, embora, em termos globais, tenham sido superiores às da remuneração por empregado.

O impacto dos regimes de manutenção de postos de trabalho ocultou o dos determinantes típicos da inflação salarial, tais como o crescimento da produtividade ou o grau de restritividade do mercado de trabalho.

Estes fatores, embora menos visíveis, continuaram ativos e podem ajudar a explicar as diferentes magnitudes do crescimento salarial¹⁰. Por exemplo, os fortes ganhos de produtividade observados nos Estados bálticos podem ter apoiado fortes aumentos salariais quando os efeitos imediatos da pandemia se atenuaram¹¹. Do mesmo modo, diferentes situações no mercado de trabalho – devido, por exemplo, a uma determinada especialização setorial ou fatores demográficos – podem ter conduzido a diferentes variações salariais. Como tal, nos países com as taxas de desemprego mais elevadas, o crescimento salarial foi também o mais moderado ao longo de todo o período pós-pandemia. No entanto, o estabelecimento de uma relação sólida entre os salários, a produtividade e a margem disponível no mercado de trabalho é um desafio, dadas as distorções em jogo, bem como as diferentes instituições e condições do mercado de trabalho antes da pandemia.

No contexto da recuperação face à pandemia, a distorção gerada pelo impacto dos regimes de manutenção de postos de trabalho no crescimento dos salários começou a desvanecer-se nos países da área do euro.

Embora os trabalhadores ao abrigo de regimes de manutenção de postos de trabalho representem mais de 15% da população ativa da área do euro no segundo trimestre de 2020, considera-se agora que esta percentagem é inferior a 1% no terceiro trimestre de 2022, contribuindo assim para uma menor distorção na medição dos salários. No entanto, à medida que a pandemia diminuiu, o aumento da inflação verificou-se em todos os países como um fator que afeta o crescimento dos salários, com uma forte heterogeneidade na magnitude da inflação e na sua transmissão aos salários nos vários países. Estas diferenças resultam da fixação de salários e de outras características estruturais, de diferentes medidas governamentais que afetam a inflação, dos salários e das diferentes posições cíclicas dos países. No futuro, estes fatores poderão novamente constituir uma fonte renovada de diferenças entre países no que concerne à evolução salarial.

¹⁰ Ver [The impact of the COVID-19 pandemic on labour productivity growth](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2021. A intensidade de capital – e o investimento – um fator determinante da produtividade do trabalho, contrastou ligeiramente entre países durante a pandemia de COVID-19. Ver, por exemplo, o artigo intitulado [The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2022.

¹¹ Ver, por exemplo, [Diagnostic of Estonia, Latvia and Lithuania](#), Banco Europeu de Reconstrução e Desenvolvimento, abril de 2022.

5 Acesso das empresas ao financiamento e ciclo económico: dados do SAFE

Por Giada Durante, Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund e Timo Reinelt

A presente caixa explora a forma como os desvios de financiamento enfrentados pelas empresas da área do euro e as expetativas destas empresas quanto à disponibilidade futura de financiamento se relacionam com os resultados macroeconómicos atuais e futuros.

A normalização em curso da política monetária está a aumentar gradualmente a restritividade das condições de financiamento e a influenciar a oferta de financiamento externo, como parte da transmissão padrão da política monetária. Uma questão fundamental é o impacto das alterações das condições de financiamento e do acesso ao financiamento no crescimento específico das empresas e no crescimento agregado. O [inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento](#) (*Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE*) fornece informações detalhadas sobre as condições de financiamento para as empresas da área do euro. O SAFE tem vindo a realizar-se semestralmente desde 2009, com a participação de cerca de dez mil empresas em toda a área do euro. A presente caixa analisa a ligação entre a evolução macroeconómica e dois indicadores principais do SAFE: a variação do desvio de financiamento externo, definido como a diferença entre a variação da procura de financiamento externo e a variação na disponibilidade de financiamento externo, e a alteração das expetativas das empresas quanto à disponibilidade de empréstimos bancários¹.

Na atual conjuntura, as empresas da área do euro reportaram um aumento dos respetivos desvios de financiamento e esperam uma diminuição da disponibilidade futura de empréstimos bancários (gráfico A). Desde o início do SAFE em 2009, tem-se verificado, de um modo geral, uma relação inversa entre as variações no desvio de financiamento e as expetativas quanto à disponibilidade futura de empréstimos bancários. Além disso, a expansão da atividade na área do euro (ou seja, taxas de crescimento positivas do PIB real) tem normalmente coincidido com a diminuição dos desvios de financiamento das empresas, bem como com um maior otimismo por parte das empresas quanto à disponibilidade futura de empréstimos bancários. No passado, a evolução destes indicadores foi influenciada pelo ciclo económico da área do euro, bem como pela política monetária do BCE. Durante a crise da dívida soberana de 2011-2013, os desvios de financiamento das empresas da área do euro aumentaram acentuadamente, indicando as dificuldades enfrentadas pelas empresas na cobertura das suas necessidades de financiamento externo. Posteriormente, apoiados por uma redução da restritividade da política monetária pelo BCE, os desvios de financiamento diminuíram gradualmente e as expetativas quanto à disponibilidade de empréstimos bancários melhoraram. Após o surto da pandemia de coronavírus (COVID-19)

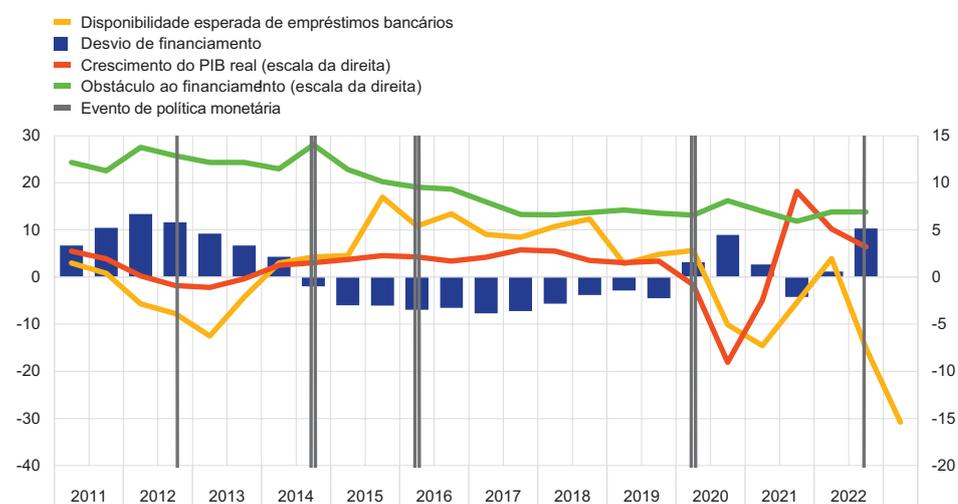
¹ Os empréstimos bancários são a fonte de financiamento externo mais utilizada para as empresas da área do euro.

em 2020, as condições de financiamento deterioraram-se acentuadamente, mas voltaram a estabilizar-se com o apoio da política monetária e do setor público. Por conseguinte, tratou-se de uma deterioração apenas temporária. Mais recentemente, num contexto de enfraquecimento do crescimento económico, de subida da inflação e de normalização da política monetária, as empresas começaram a dar sinais de um aumento dos desvios de financiamento e preveem uma menor disponibilidade de empréstimos bancários no período de outubro de 2022 a março de 2023.

Gráfico A

Variações no desvio de financiamento, disponibilidade esperada de empréstimos bancários e obstáculos ao financiamento, de acordo com o reportado pelas empresas da área do euro, e evolução do crescimento do PIB real da área do euro

(saldos líquidos ponderados do desvio de financiamento externo; variações em percentagem líquidas da disponibilidade esperada de financiamento; variações em percentagem anualizadas)



Fontes: Inquérito do BCE e da Comissão Europeia sobre o acesso das empresas a financiamento (SAFE) e Eurostat.

Notas: O indicador do desvio de financiamento combina tanto as necessidades de financiamento como a disponibilidade de empréstimos bancários a nível das empresas. Para cada um dos cinco instrumentos de financiamento, o indicador da variação percebida do desvio de financiamento assume o valor de 1 (-1) caso a necessidade aumente (diminua) e a disponibilidade diminua (aumente). Se as empresas apenas detetarem um aumento (diminuição) unilateral do desvio de financiamento, à variável é atribuído o valor de 0,5 (-0,5). Um valor positivo para o indicador aponta para um aumento do desvio de financiamento. Os valores são multiplicados por 100 para obter saldos líquidos ponderados em percentagem. A primeira linha vertical a cinzento corresponde ao anúncio das transações monetárias definitivas; a segunda linha vertical a cinzento corresponde ao início da primeira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas I) e da política de taxas de juro negativas; a terceira linha vertical a cinzento corresponde ao início das ORPA direcionadas II e do programa de compra de ativos do setor empresarial; a quarta denota o início do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica e das ORPA direcionadas III; e a última linha vertical a cinzento denota o aumento em 50 pontos base das três taxas de juro diretas do BCE e a aprovação do Instrumento de Proteção da Transmissão (IPT) em julho de 2022.

No entanto, apesar dos recentes aumentos do custo do crédito, as empresas da área do euro ainda não se mostravam especialmente preocupadas com o acesso a financiamento (gráfico A). Na última ronda do inquérito, a percentagem de empresas que reportaram obstáculos à obtenção de empréstimos bancários manteve-se praticamente inalterada em comparação com anteriores rondas de inquéritos, apoiada principalmente pela vontade inalterada dos bancos de conceder crédito².

² O indicador dos obstáculos ao financiamento é a soma das percentagens de empresas que reportaram a rejeição de pedidos de crédito, pedidos de crédito relativamente aos quais apenas foi concedido um montante parcial e pedidos de crédito que resultaram numa proposta que foi recusada pelas empresas, pelo facto de os custos de financiamento serem demasiado elevados, bem como a percentagem de empresas que não pediram crédito por receio de este ser recusado. Ver [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022](#), BCE, junho de 2022.

A maior restritividade da política monetária aumenta os desvios de financiamento das empresas e reduz as suas expetativas quanto à disponibilidade futura de empréstimos bancários (gráfico B).

Um exercício econométrico permite uma avaliação mais quantitativa da transmissão da política monetária às condições de financiamento das empresas. Utiliza-se para tal projeções locais³, que estimam a resposta dos desvios de financiamento das empresas e das suas expetativas quanto à disponibilidade futura de empréstimos bancários (medidos a nível agregado por saldos líquidos entre empresas) a choques de política monetária identificados⁴. Os choques de política monetária são aqui medidos pelo fator-alvo de Altavilla *et al.* (2019), que capta surpresas nas taxas de juro no segmento mais curto da curva de rendimentos perante os anúncios de política monetária do BCE⁵. O gráfico B mostra que os choques de política monetária têm um efeito significativo nos desvios de financiamento das empresas e nas expetativas quanto à disponibilidade futura de empréstimos bancários num horizonte de dois anos. Mais especificamente, um choque de política monetária de um desvio-padrão, equivalente a um choque de 4 pontos base na taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 1 mês, deverá aumentar o desvio de financiamento médio da empresa em cerca de 3 pontos percentuais num período de seis meses⁶. Comparativamente, o desvio-padrão da variação do desvio de financiamento tem sido de 7% desde 2009. O mesmo choque resulta numa queda de 5 pontos percentuais na percentagem líquida de empresas que esperam um aumento da disponibilidade de empréstimos bancários. Os efeitos são persistentes até dois anos após o choque, indicando de que forma a política monetária afeta as condições de financiamento das empresas através da oferta de crédito. Estas conclusões confirmam as de estudos anteriores de que as expetativas de financiamento desempenham um papel importante no canal dos empréstimos bancários da política monetária⁷. Quando as condições efetivas dos empréstimos se alteram, a interação entre variações na disponibilidade e na procura de empréstimos bancários também é afetada.

³ Ver Jorda, Oscar, [Estimation and inference of impulse responses by local projections](#), *American Economic Review*, vol. 95, n.º 1, março de 2005, pp. 161-182.

⁴ A projeção local é executada através da realização de uma sequência de regressões especificada por $y_{t+h} - y_{t-1} = a^h + b^h \varepsilon_t^{MP} + u_t^h$ para $h = 0, \dots, 4$ em que y_t consiste em variações no défice de financiamento ou nas expetativas quanto ao financiamento, respetivamente, com base no SAFE na vaga t . Os coeficientes $\{b^h\}$ refletem a função de resposta por impulso do desvio de financiamento ou as expetativas de disponibilidade de empréstimos bancários no futuro a um choque de política monetária identificado ε_t^{MP} .

⁵ O choque é adequado neste contexto, uma vez que as sociedades não financeiras normalmente dependem de financiamento bancário com taxas de juro fixas durante um período inferior a um ano. Na nossa amostra, o fator-alvo varia entre -8,6 e 10,4 pontos base. Ver Altavilla, C., Brugnolini, L., Gurkaynak, R. S., Motto, R., e Ragusa, G., [Measuring euro area monetary policy](#), *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, dezembro de 2019, pp. 162-179.

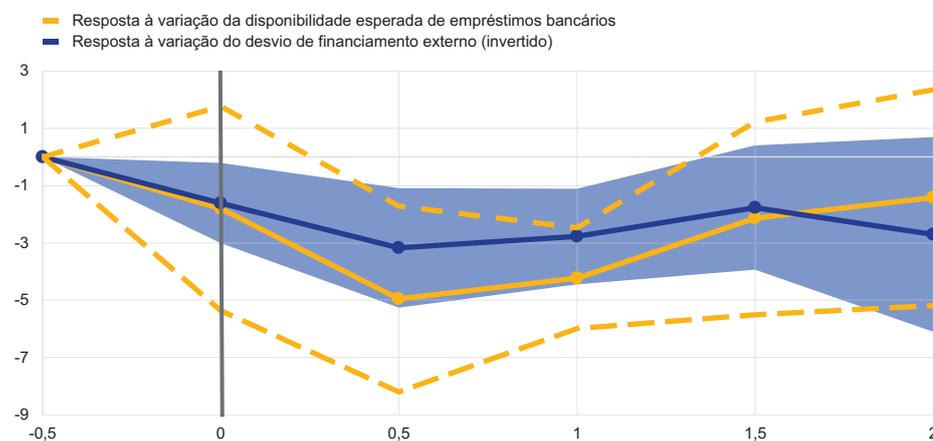
⁶ A fim de contextualizar este facto, o maior choque de política monetária nos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 1 mês é de cerca de 10 pontos base para a amostra considerada.

⁷ Ver Ferrando, A., Popov, A. e Udell, G., [Unconventional monetary policy, funding expectations and firm decisions](#), *European Economic Review*, vol. 149, outubro de 2022.

Gráfico B

Resposta dos desvios de financiamento das empresas e das expectativas quanto à disponibilização futura de empréstimos bancários a um choque de política monetária identificado

(eixo horizontal: anos após o choque; eixo vertical: variações em pontos percentuais em relação ao período anterior ao choque)



Fontes: Inquérito do BCE e da Comissão Europeia sobre o acesso das empresas a financiamento (SAFE), Altavilla *et al.* (2019) e cálculos do BCE.

Notas: Resposta dos desvios de financiamento das empresas e percentagem líquida de empresas que reportaram um aumento esperado da disponibilidade de empréstimos bancários nos seis meses seguintes a um choque de política monetária de um desvio-padrão. O choque utilizado é o fator-alvo de Altavilla *et al.* (2019), que capta surpresas em termos de política monetária no segmento muito curto da curva dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* perante os anúncios de política monetária do BCE. O efeito dos choques de política monetária nas variáveis do SAFE é estimado utilizando projeções locais (Jorda, 2005). As zonas sombreadas e ponteadas são intervalos de confiança de 95% com base em Newey-West.

Quando os desvios de financiamento aumentam, as empresas tendem a se preocupar mais com o acesso a financiamento no futuro, o que sugere que as variações nos desvios de financiamento têm importância para as perspetivas de crescimento das empresas (gráfico C). Para avaliar se a alteração das

condições de financiamento afeta a economia real, um teste natural consiste em analisar o seu efeito no sentimento das empresas. O SAFE mede o sentimento das empresas, pedindo-lhes que indiquem em que medida estão preocupadas com o acesso ao financiamento⁸. De um modo geral, as empresas não consideraram o acesso ao financiamento como a sua principal preocupação nos últimos anos, provavelmente devido ao período prolongado de acomodação monetária⁹.

No entanto, esta situação poderá alterar-se com a normalização da política monetária. Dados ao nível das empresas são utilizados para estudar a relação entre os desvios de financiamento e as preocupações das empresas relativamente ao acesso ao financiamento. O gráfico C mostra a correlação entre os desvios de financiamento e os níveis de preocupação no que respeita ao acesso a financiamento. Esta correlação consegue-se ao agrupar em compartimentos as respostas das empresas desde 2009, consoante a respetiva classificação de acesso ao financiamento como fonte de preocupação, depois de se eliminar a variação comum dentro dos países e nos períodos de tempo e de se calcular o nível médio de preocupação específico

⁸ As empresas dão uma resposta numa escala de 1 (não é de todo importante) a 10 (extremamente importante) no que se refere ao financiamento, bem como a uma seleção de outros problemas. O indicador derivado é normalmente utilizado para detetar a importância relativa do financiamento no que diz respeito a outros problemas que afetam as empresas, tais como o aumento dos custos de produção ou da mão de obra ou dificuldades em captar clientes.

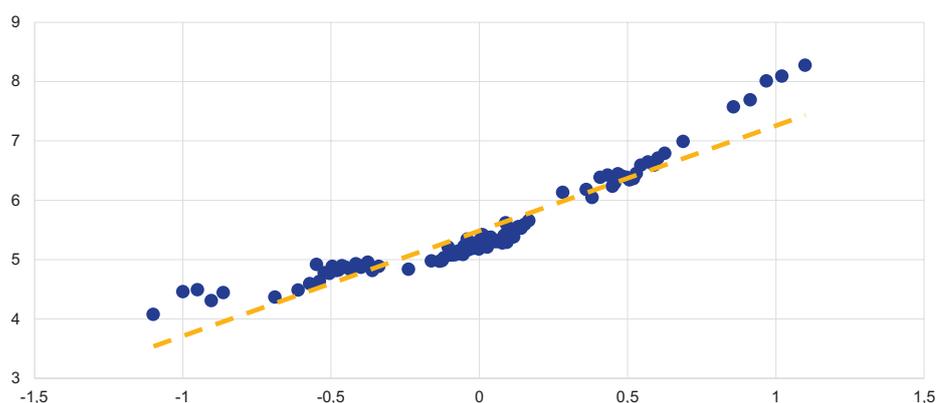
⁹ Ver [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022](#), BCE, junho de 2022.

do compartimento relativamente ao financiamento. A correlação positiva indica que as empresas com grandes desvios de financiamento consideram o acesso ao financiamento uma preocupação mais premente. Deste modo, os desvios de financiamento parecem pertinentes para o sentimento global das empresas e podem afetar plausivelmente as suas perspetivas de crescimento no futuro.

Gráfico C

Relação entre as preocupações quanto ao acesso ao financiamento e os desvios de financiamento a nível das empresas

(eixo horizontal: variação residual do desvio de financiamento externo; eixo vertical: grau de preocupação residual)



Fontes: Inquérito do BCE e da Comissão Europeia sobre o acesso das empresas a financiamento (SAFE) e cálculos do BCE.
Notas: Gráfico de dispersão compartimentada do desvio de financiamento dos empréstimos bancários face ao grau de preocupação das empresas quanto ao acesso a financiamento, sob reserva de efeitos fixos por país ao longo do tempo (*country-by-time fixed effects*).

Os desvios de financiamento e as expetativas quanto à disponibilidade de empréstimos bancários estão relacionados com o crescimento atual e futuro do PIB real.

Embora a disponibilidade de financiamento externo das empresas afete o sentimento das empresas, é importante investigar de que forma se relaciona com os resultados macroeconómicos. Utilizam-se projeções locais para estimar a evolução média do crescimento do PIB da área do euro, na sequência de variações líquidas nos desvios de financiamento e nas expetativas decorrentes do SAFE, enquanto medidas de alteração das condições de financiamento¹⁰. Embora não se possa considerar que as estimativas sejam efeitos causais, estas fornecem uma indicação da evolução média futura após uma determinada alteração das medidas do SAFE. O gráfico D mostra que, após um aumento de 1 ponto percentual no indicador do desvio de financiamento ou uma diminuição do saldo das expetativas quanto à disponibilidade futura de empréstimos bancários, o PIB real na área do euro diminui, em média, cerca de mais 0,2% no ano seguinte, em comparação com a ausência de alterações nestes indicadores de financiamento, com algum efeito modesto durante o ano seguinte. Estima-se que estes efeitos dependem do crescimento atual e desfasado do PIB, utilizando assim o conteúdo informativo contido no SAFE acima e para lá da evolução atualmente observável do ciclo económico. Os efeitos estimados são persistentes, em especial quando se consideram variações nas expetativas das empresas quanto à disponibilidade de

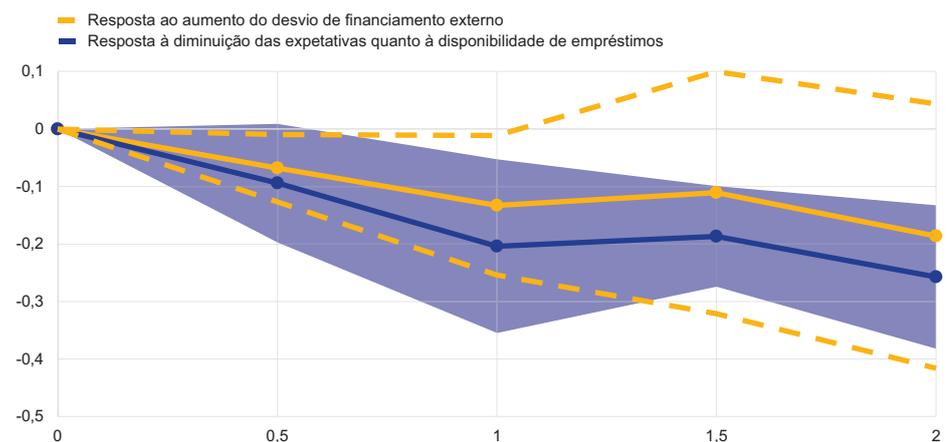
¹⁰ Para um exercício relacionado que avalia a forma como a informação do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito se relaciona com os volumes de crédito futuros, ver a caixa intitulada “Que informação proporciona o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro acerca da evolução futura dos empréstimos?” na presente edição do *Boletim Económico*.

financiamento. Tal sugere que as variáveis prospetivas, uma característica única do SAFE, contêm informações úteis para compreender a evolução futura da economia da área do euro.

Gráfico D

Evolução média do PIB real da área do euro após uma deterioração das condições de financiamento ou da disponibilidade esperada de empréstimos bancários, em comparação com a ausência de deterioração

(eixo horizontal: anos após o choque; eixo vertical: crescimento acumulado em percentagem e face ao período anterior ao choque)



Fontes: Inquérito do BCE e da Comissão Europeia sobre o acesso das empresas a financiamento (SAFE) e cálculos do BCE.

Notas: Evolução média do crescimento do PIB real da área do euro em termos acumulados, após variações nos desvios de financiamento das empresas e percentagem líquida de empresas que reportaram um aumento esperado da disponibilidade de empréstimos bancários. As projeções locais (Jorda, 2005) incluem o crescimento atual e passado do PIB como variáveis de controlo. As zonas sombreadas e ponteadas são intervalos de confiança de 95% com base em Newey-West.

Condições de liquidez e operações de política monetária de 27 de julho a 1 de novembro de 2022

Por Juliane Kinsele e Christian Lizarazo

A presente caixa descreve as condições de liquidez e as operações de política monetária do BCE durante o quinto e sexto períodos de manutenção de reservas de 2022. No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 27 de julho a 1 de novembro de 2022 (o “período em análise”), abrangendo assim o período em que os aumentos das taxas de juro diretoras do BCE entraram em vigor.

Quando o período de taxas diretoras negativas terminou em julho de 2022, verificaram-se alterações em vários fatores autónomos, incluindo, mais especificamente, os depósitos das administrações públicas, o que alterou a composição da liquidez excedentária. Os fatores autónomos líquidos diminuíram e verificou-se um reequilíbrio do balanço do Eurosistema quando o BCE aumentou as suas taxas de juro diretoras em 50 pontos base no quinto período de manutenção, o que pôs fim ao período de taxas diretoras negativas, e em mais 75 pontos base no sexto período de manutenção.

A liquidez excedentária média no sistema bancário da área do euro aumentou 46,5 mil milhões de euros durante o quinto e sexto períodos de manutenção de 2022, atingindo um máximo histórico de 4569,7 mil milhões de euros.

O aumento global foi impulsionado sobretudo por uma diminuição dos fatores autónomos de absorção de liquidez. O aumento ocorreu principalmente no quinto período de manutenção, face à subida amplamente esperada da taxa da facilidade permanente de depósito para terreno positivo a partir do sexto período de manutenção. Ao mesmo tempo, a liquidez cedida através de instrumentos de política monetária diminuiu ao longo do período em análise.

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, diminuíram 96,2 mil milhões de euros, para 2506,6 mil milhões de euros. A diminuição face aos dois períodos de manutenção anteriores deveu-se quase na totalidade a uma queda de 100 mil milhões de euros nos fatores autónomos líquidos para 2343,7 mil milhões de euros, a qual, por sua vez, foi induzida por uma diminuição dos fatores autónomos de absorção de liquidez (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”). Ao mesmo tempo, verificou-se apenas um ligeiro aumento, de 3,8 mil milhões de euros, das reservas mínimas obrigatórias para 162,9 mil milhões de euros.

Os fatores autónomos de absorção de liquidez foram afetados no período em análise pela subida das taxas diretoras do BCE, provocando uma descida de 105,3 mil milhões de euros, para 3280 mil milhões de euros, devido sobretudo à redução dos depósitos das administrações públicas e das notas em circulação. Os depósitos das administrações públicas (ver a secção do quadro A intitulada “Passivo”) caíram 97,4 mil milhões de euros, em média, no período em análise, para 545,3 mil milhões de euros, tendo a maior parte da descida ocorrido no quinto período de manutenção. Quando a conjuntura de taxas diretoras negativas terminou em julho de 2022 e na expectativa de que a taxa da facilidade permanente de depósito fosse aumentada para um nível positivo na reunião de setembro do Conselho do BCE, os serviços de gestão da dívida optaram por reduzir as suas reservas de liquidez junto do Eurosistema e procuraram mecanismos alternativos para colocar fundos. Com a nova subida em setembro das taxas diretoras, e da taxa da facilidade permanente de depósito para 0,75% em particular, o Conselho do BCE decidiu eliminar, a título temporário, o limite máximo de taxa de juro de 0% aplicável à remuneração dos depósitos das administrações públicas e, ao invés, remunerar estes depósitos ao valor mais baixo de entre a taxa da facilidade permanente de depósito e a taxa de juro de curto prazo do euro (€STR). Esta medida deverá permanecer em vigor até 30 de abril de 2023. A decisão teve o efeito pretendido de evitar uma nova saída abrupta de depósitos das administrações públicas para o mercado, o que poderia ter prejudicado a transmissão de políticas e o bom funcionamento do mercado. Em consequência desta medida, a nova descida dos depósitos médios das administrações públicas, de 17,2 mil milhões de euros para 536,7 mil milhões de euros, foi meramente moderada no sexto período de manutenção. Em média, as notas em circulação diminuíram 22,3 mil milhões de euros ao longo do período em análise para 1574,5 mil milhões de euros. O fim da conjuntura de taxas diretoras negativas levou, em particular, os bancos a reduzir o volume de notas detidas. Anteriormente, os bancos tinham aumentado os montantes de moeda que detinham em caixa num contexto de taxas de política negativas. Tendo a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito regressado a terreno positivo, estas posições têm um custo de oportunidade, levando os bancos a otimizar a sua gestão de tesouraria e a reduzir rapidamente as suas posições de caixa em cerca de 40 mil milhões de euros entre o final de junho e o final de outubro. A libertação de liquidez através da redução dos depósitos das administrações públicas e das notas em circulação foi apenas ligeiramente compensada por outros fatores autónomos, que, no período em análise, aumentaram 14,5 mil milhões de euros para 1160,2 mil milhões de euros.

Os fatores autónomos de cedência de liquidez diminuíram apenas 5,4 mil milhões de euros, para 936,6 mil milhões de euros. O aumento de 14,6 mil milhões de euros nas disponibilidades líquidas sobre o exterior foi mais do que compensado pela descida dos ativos líquidos denominados em euros.

O quadro A apresenta uma panorâmica dos fatores autónomos¹ referidos acima e respetivas variações.

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

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

Passivo

(médias; em mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 27 de julho a 1 de novembro de 2022						Período analisado anterior: 20 de abril a 26 de julho de 2022	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 27 de julho a 13 de setembro		Sexto período de manutenção: 14 de setembro a 1 de novembro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
Fatores autónomos de absorção de liquidez	3 280,0	(-105,3)	3 329,7	(-106,7)	3 230,3	(-99,4)	3 385,3	(+63,4)
Notas em circulação	1 574,5	(-22,3)	1 585,3	(-18,6)	1 563,7	(-21,6)	1 596,9	(+33,6)
Depósitos das administrações públicas	545,3	(-97,4)	553,9	(-113,7)	536,7	(-17,2)	642,7	(-12,4)
Outros fatores autónomos (líquidos) ¹⁾	1 160,2	(+14,5)	1 190,5	(+25,6)	1 129,9	(-60,6)	1 145,7	(+42,3)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	1 971,2	(-1 871,8)	3 774,7	(-7,8)	167,6	(-3 607,1)	3 843,0	(+84,3)
Reservas mínimas obrigatórias²⁾	162,9	(+3,8)	161,4	(+0,5)	164,4	(+3,0)	159,1	(+3,7)
Facilidade permanente de depósito	2 598,5	(+1 918,3)	707,0	(+28,3)	4 490,0	(+3 783,0)	680,2	(-50,2)
Operações ocasionais de regularização de absorção 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. Com a suspensão do sistema de dois níveis, as informações sobre o volume isento foram retiradas do quadro.

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.

Ativo

(médias; em mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 27 de julho a 1 de novembro de 2022						Período analisado anterior: 20 de abril a 26 de julho de 2022	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 27 de julho a 13 de setembro		Sexto período de manutenção: 14 de setembro a 1 de novembro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
Fatores autónomos de cedência de liquidez	936,6	(-5,4)	891,7	(-58,0)	981,6	(+89,8)	942,0	(+42,0)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	952,9	(+14,6)	950,1	(+6,3)	955,8	(+5,7)	938,3	(+38,1)
Ativos líquidos denominados em euros	-16,3	(-20,0)	-58,3	(-64,3)	25,8	(+84,1)	3,7	(+3,9)
Instrumentos de política monetária	7 076,3	(-49,6)	7 081,4	(-27,7)	7 071,0	(-10,4)	7 125,9	(+59,5)
Operações de mercado aberto	7 076,3	(-49,6)	7 081,4	(-27,7)	7 071,0	(-10,4)	7 125,9	(+59,5)
Operações de crédito	2 124,7	(-53,7)	2 126,6	(-23,7)	2 122,7	(-3,9)	2 178,3	(-22,5)
OPR	2,8	(+2,1)	1,7	(+0,7)	4,0	(+2,2)	0,7	(+0,4)
ORPA com prazo de 3 meses	1,2	(+0,9)	0,8	(+0,4)	1,6	(+0,8)	0,3	(+0,2)
Operações das ORPA direcionadas III	2 118,7	(-55,9)	2 121,7	(-24,7)	2 115,7	(-6,0)	2 174,6	(-22,6)
PELTRO	2,0	(-0,8)	2,4	(-0,2)	1,5	(-0,9)	2,8	(-0,4)
Carteiras definitivas ¹⁾	4 951,6	(+4,0)	4 954,8	(-4,0)	4 948,3	(-6,6)	4 947,6	(+82,0)
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.

1) Com a descontinuação das aquisições líquidas de ativos, deixa de ser apresentada a desagregação individual das carteiras definitivas.

Outras informações com base na liquidez

(médias; em mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 27 de julho a 1 de novembro de 2022						Período analisado anterior: 20 de abril a 26 de julho de 2022	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 27 de julho a 13 de setembro		Sexto período de manutenção: 14 de setembro a 1 de novembro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados ¹⁾	2 506,6	(-96,2)	2 599,7	(-48,3)	2 413,4	(-186,4)	2 602,8	(+25,3)
Fatores autónomos líquidos ²⁾	2 343,7	(-100,0)	2 438,3	(-48,8)	2 249,0	(-189,3)	2 443,7	(+21,6)
Liquidez excedentária ³⁾	4 569,7	(+46,5)	4 481,7	(+20,6)	4 657,6	(+175,9)	4 523,1	(+34,1)

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: 27 de julho a 1 de novembro de 2022						Período analisado anterior: 20 de abril a 26 de julho de 2022	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 27 de julho a 13 de setembro		Sexto período de manutenção: 14 de setembro a 1 de novembro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
OPR	0,88	(+0,88)	0,50	(+0,50)	1,25	(+0,75)	0,00	(+0,00)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	1,13	(+0,88)	0,75	(+0,50)	1,50	(+0,75)	0,25	(+0,00)
Facilidade permanente de depósito	0,38	(+0,88)	0,00	(+0,50)	0,75	(+0,75)	-0,50	(+0,00)
€STR	0,286	(+0,869)	-0,085	(+0,496)	0,657	(+0,742)	-0,583	(-0,004)
Índice da RepoFunds rate do euro	0,148	(+0,794)	-0,162	(+0,489)	0,459	(+0,621)	-0,646	(-0,008)

Fonte: BCE.

Nota: Os valores entre parênteses denotam as variações em pontos percentuais 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 diminuiu 49,6 mil milhões de euros, passando para 7076,3 mil milhões de euros durante o período em análise (gráfico A).

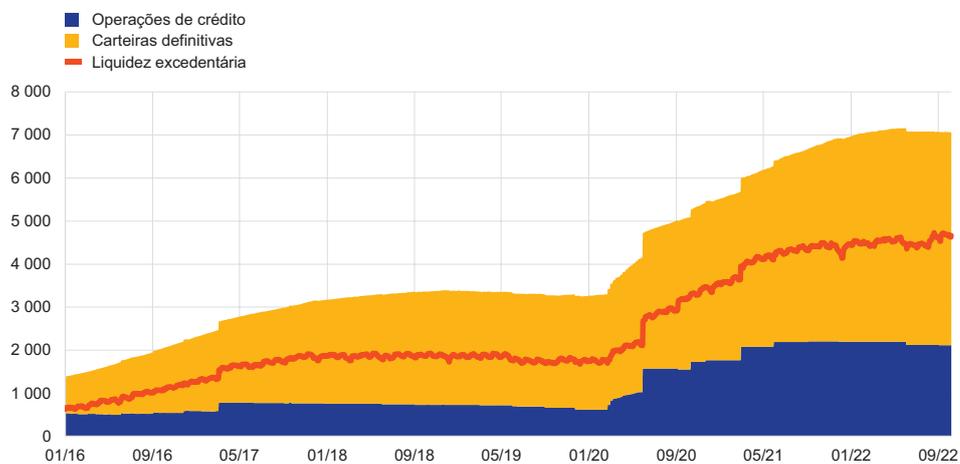
A redução da liquidez deveu-se principalmente à diminuição das operações de crédito em resultado do reembolso voluntário ao abrigo dos fundos das ORPA direcionadas III. Foram descontinuadas as aquisições líquidas de ativos ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) do BCE no final de março e as aquisições ao abrigo do seu programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) em 1 de julho de 2022, o que significa que as carteiras definitivas deixaram de ceder liquidez adicional².

² Embora as aquisições líquidas tenham terminado no período em análise anterior, o efeito total sobre as médias do período continua a ser visível no atual período em análise. Além disso, os títulos detidos na carteira são escriturados pelo custo amortizado e reavaliados no final de cada trimestre, o que também tem impacto nas médias totais e nas variações nas carteiras definitivas.

Gráfico A

Variações na liquidez cedida através de operações de mercado aberto e liquidez excedentária

(em mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 1 de novembro de 2022.

O montante médio da liquidez cedida através de operações de crédito

diminuiu 53,7 mil milhões de euros durante o período em análise. Esta redução reflete sobretudo o reembolso voluntário ao abrigo das ORPA direcionadas III de 74,0 mil milhões de euros e 6,5 mil milhões de euros no final de junho e setembro, respetivamente, juntamente com o montante de 1,9 mil milhões de euros de um leilão das ORPA direcionadas III com vencimento em setembro. Embora a liquidação de 74,0 mil milhões de euros em reembolsos ao abrigo das ORPA direcionadas III tenha ocorrido no quarto período de manutenção, o efeito total sobre as médias do período tornou-se visível no quinto período de manutenção. Os montantes vencidos das PELTRO no valor de 0,5 mil milhões de euros e 1,3 mil milhões de euros no final de junho e setembro, respetivamente, deram apenas um contributo marginal para a descida durante o período em análise. Com aumentos médios de 2,1 mil milhões de euros e 0,9 mil milhões de euros, respetivamente, as operações principais de refinanciamento (OPR) e as ORPA com prazo de 3 meses compensaram apenas uma pequena parte da liquidez absorvida pelos reembolsos ao abrigo das ORPA direcionadas III e pelo vencimento das PELTRO.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária média aumentou 46,5 mil milhões de euros, atingindo um novo máximo histórico de 4569,7 mil milhões de euros (gráfico A). A liquidez excedentária corresponde à soma das reservas dos bancos que ultrapassam as reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente de depósito, menos o recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez. Reflete a diferença entre a liquidez total cedida ao sistema bancário e as necessidades de liquidez dos bancos.

Quando o BCE começou a aumentar as suas taxas diretoras, os bancos começaram a alterar a distribuição da liquidez excedentária detida entre os seus depósitos à ordem junto do Eurosistema e a facilidade permanente de depósito. Até o BCE ter aumentado a taxa da facilidade permanente de depósito para um valor superior a zero, a remuneração da liquidez colocada na facilidade permanente de depósito era igual à remuneração da liquidez colocada nos depósitos à ordem que ultrapassassem as reservas excedentárias isentas ao abrigo do sistema de dois níveis. Quando o BCE aumentou a taxa da facilidade permanente de depósito para 0,75% a partir de 14 de setembro de 2022, as reservas em depósitos à ordem que ultrapassassem as reservas mínimas continuaram a ser remuneradas a 0%³. Para beneficiarem da taxa positiva da facilidade permanente de depósito, os bancos tiveram de transferir as suas reservas excedentárias dos depósitos à ordem para a facilidade permanente de depósito. Em resultado, as posições médias em depósitos à ordem diminuíram 3607,1 mil milhões de euros durante o sexto período de manutenção, enquanto a utilização média da facilidade permanente de depósito aumentou 3783 mil milhões de euros. A diferença entre os dois valores é explicada pelo aumento da liquidez excedentária média devido a fatores autónomos de absorção de liquidez mais baixos. As posições médias em depósitos à ordem que ultrapassam as reservas mínimas ascenderam a 167,6 mil milhões de euros no sexto período de manutenção, representando aproximadamente o dobro da liquidez estritamente necessária para cumprir as reservas mínimas de 164,4 mil milhões de euros. Tal pode resultar de fricções operacionais temporárias que se espera venham a ser corrigidas ao longo do tempo para minimizar as reservas excedentárias remuneradas a 0%.

O BCE suspendeu o seu sistema de dois níveis para a remuneração de reservas excedentárias. Este sistema, ao abrigo do qual as reservas excedentárias médias até seis vezes as reservas mínimas estavam isentas da taxa negativa aplicada à facilidade permanente de depósito, tornou-se efetivamente redundante quando o período de taxas de juro negativas terminou em julho. Depois de aumentar a taxa de juro da facilidade permanente de depósito para um valor superior a zero em setembro, o BCE decidiu suspender o sistema de dois níveis, fixando o multiplicador em zero.

³ Durante o período em análise, as reservas mínimas foram remuneradas à taxa das operações principais de refinanciamento do BCE. Em 27 de outubro, o BCE anunciou que a remuneração das reservas mínimas seria reduzida para a taxa da facilidade permanente de depósito que entraria em vigor no início do período de manutenção de reservas com início em 21 de dezembro de 2022, após o atual período em análise.

Evolução das taxas de juro

A média da €STR aumentou 87 pontos base durante o período em análise, situando-se em 0,29% por ano. A transmissão dos aumentos das taxas de juro diretoras do BCE ao mercado monetário sem garantia em julho e setembro foi, de um modo geral, plena e imediata. Em média, a €STR foi transacionada a 8,5 e 9,3 pontos base abaixo da respetiva taxa de juro da facilidade permanente de depósito durante o quinto e sexto períodos de manutenção.

A repo rate média da área do euro, calculada pelo índice da RepoFunds rate do euro, aumentou quase 79,4 pontos base durante o período em análise para 0,148%. A transmissão ao mercado monetário com garantia foi menos regular do que ao mercado monetário sem garantia. Foi o caso, em particular, do aumento das taxas de juro diretoras em setembro. A elevada incerteza em torno das alterações no comportamento dos participantes no mercado durante a normalização da conjuntura de taxas de juro, em conjunto com alterações associadas nos fluxos de investimento, exerceu pressões em sentido descendente sobre as taxas dos acordos de recompra para transações motivadas pela necessidade de aplicar numerário. No entanto, as tensões no mercado das operações de reporte foram apenas transitórias, concentrando-se sobretudo nas garantias emitidas pelos soberanos alemão e francês. Em 21 de setembro, cerca de uma semana após o aumento das taxas de juro diretoras de setembro ter entrado em vigor, as taxas do mercado monetário com garantia tinham, de um modo geral, normalizado, ajustando-se ao novo nível das taxas de juro diretoras, embora com um diferencial ligeiramente mais alargado em relação à €STR e à taxa da facilidade permanente de depósito, em comparação com o período em análise anterior.

Que informação proporciona o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro acerca da evolução futura dos empréstimos?

Por Franziska Huennekes e Petra Köhler-Ulbrich

O inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro (Bank Lending Survey – BLS) fornece informação valiosa sobre os critérios e condições de concessão de crédito bancário, bem como sobre a procura de empréstimos na área do euro. Ao recolher esta informação, o inquérito clarifica a transmissão da política monetária na área do euro através do canal do crédito bancário. Tem por base uma amostra representativa de cerca de 150 bancos da área do euro. Embora os dados dos inquéritos sejam qualitativos, as respostas dos bancos estão estreitamente relacionadas com o crescimento efetivo dos empréstimos e a evolução das taxas ativas. O BLS é especialmente útil para efeitos de política monetária, uma vez que proporciona indicadores precoces sobre alterações nos critérios e condições de concessão de crédito bancário e na procura de empréstimos antes de tais alterações se tornarem evidentes na evolução efetiva dos empréstimos¹. A presente caixa descreve a forma como o BLS pode fornecer indicadores precoces sobre a evolução dos empréstimos a empresas e dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação na área do euro.

Os dados do BLS proporcionam informação oportuna sobre as condições de crédito bancário e a procura de empréstimos. Os bancos da área do euro respondem ao questionário do BLS no final de cada trimestre. Os dados agregados do BLS são publicados pelo BCE três semanas após a receção das respostas dos bancos inquiridos. O curto desfasamento na prestação de informação em comparação com outros dados estatísticos significa que os dados do BLS fornecem informação precoce sobre os principais desenvolvimentos do crédito na área do euro, o que tem sido particularmente valioso para identificar pontos de viragem nas condições de crédito e para avaliar a evolução dos empréstimos durante períodos excecionais. Por exemplo, no início da pandemia de coronavírus em 2020, o BLS sinalizou, numa fase inicial, uma subida acentuada da procura de empréstimos devido ao aumento das necessidades de financiamento de curto prazo das empresas (gráfico A) e uma queda substancial da procura de crédito à habitação por parte das famílias, devido sobretudo a uma quebra na confiança dos consumidores². O BLS também proporcionou informação oportuna sobre o impacto da guerra da Rússia na Ucrânia e o aumento dos custos da energia nas condições de concessão de crédito bancário em 2022, revelando uma maior restritividade líquida dos critérios de concessão de crédito – impulsionada sobretudo por um aumento das perceções de risco por parte dos bancos num contexto de elevada incerteza quanto às

¹ Ver o artigo intitulado [What does the bank lending survey tell us about credit conditions for euro area firms?](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2019. Ver também De Bondt, G., Maddaloni, A., Peydró, J.-L. e Scopel, S., [The euro area bank lending survey matters – empirical evidence for credit and output growth](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1160, BCE, fevereiro de 2010.

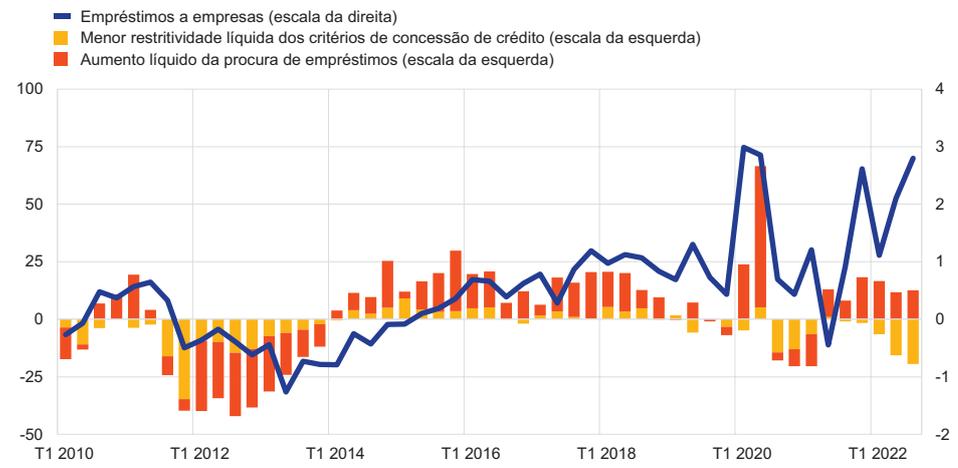
² Ver a caixa intitulada [Drivers of firms' loan demand in the euro area – what has changed during the COVID-19 pandemic?](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2020.

perspetivas económicas e de preocupações quanto à capacidade de endividamento dos mutuários. Embora a maior parte das perguntas do BLS sejam retrospectivas, o inquérito inclui também algumas perguntas prospetivas sobre as expectativas dos bancos quanto aos critérios aplicados à concessão de crédito e à procura de empréstimos nos próximos três meses, permitindo avaliar as condições de crédito no futuro diretamente com base nas expectativas dos bancos.

Gráfico A

Crescimento dos empréstimos e indicadores do BLS para as empresas da área do euro

(escala da esquerda: percentagens líquidas de bancos nos últimos três meses; escala da direita: taxa de crescimento trimestral em percentagem)



Fonte: BCE (BLS e estatísticas relativas às rubricas do balanço).

Notas: "Empréstimos a empresas" refere-se ao crescimento líquido trimestral dos empréstimos a sociedade não financeiras. Relativamente aos critérios aplicados à concessão de crédito, as percentagens líquidas são definidas como a diferença entre a percentagem de bancos que reportam uma menor restritividade e a percentagem de bancos que reportam uma maior restritividade. Relativamente à procura de empréstimos, as percentagens líquidas são definidas como a diferença entre a percentagem de bancos que reportam um aumento e a percentagem de bancos que reportam uma diminuição.

O BLS também ajuda a separar a oferta de crédito da procura de crédito na evolução do crédito.

O trabalho analítico sobre a oferta e a procura de crédito e possíveis restrições ao crédito tem sido especialmente importante para compreender a evolução da concessão de crédito durante a crise financeira mundial e a crise da dívida soberana³. O BLS também desempenhou um papel importante na avaliação do impacto das medidas de política monetária do BCE – tais como as aquisições de ativos e as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas) – na oferta e procura de empréstimos bancários⁴. No geral, o BLS demonstrou ser um instrumento muito útil para compreender e

³ Ver, por exemplo, Altavilla, C., Darracq Pariès, M. e Nicoletti, G., "Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis", *Journal of Banking and Finance*, vol. 109, 2019, no qual os autores constroem um indicador de oferta de empréstimos com base no BLS e o usam para identificar o impacto dos choques de oferta de empréstimos na atividade económica real da área do euro. Outros exemplos de trabalho analítico sobre a oferta de empréstimos com base no BLS são, por exemplo, Hempell, H. e Kok Sorensen, C., [The impact of supply constraints on bank lending in the euro area – crisis induced crunching?](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1262, BCE, novembro de 2010, e Maddaloni, A., e Peydró, J.-L., [Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U.S. lending standards](#), *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n.º 6, 2011, pp. 2121-2165.

⁴ Ver, por exemplo, Altavilla, C., Boucinha, M., Holton, S. e Ongena, S., [Credit Supply and Demand in Unconventional Times](#), *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 53, n.º 8, 2021, e Andreeva, D.C. e García-Posada, M., [The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition](#), *Journal of Banking and Finance*, vol. 122, 2021.

analisar as condições de concessão de crédito bancário na área do euro. No âmbito deste leque mais alargado de tópicos, a presente caixa centra-se numa característica específica do BLS, nomeadamente as suas propriedades de indicador avançado para prever o crescimento dos empréstimos.

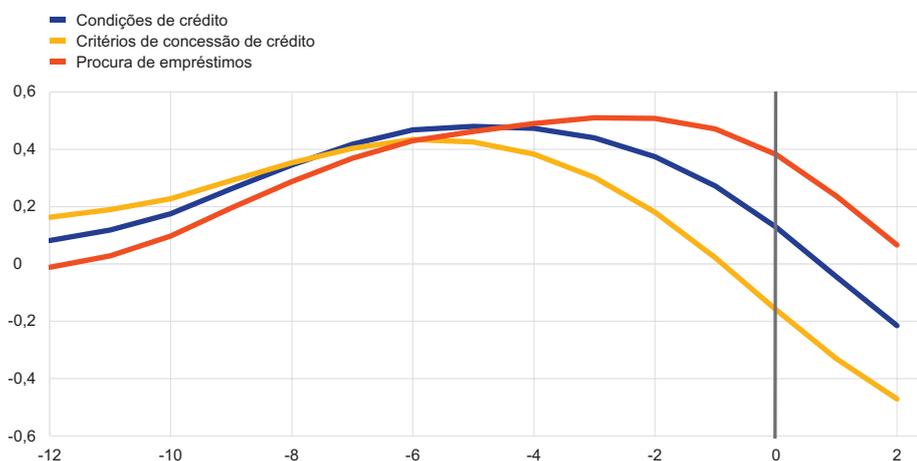
As alterações nos critérios de concessão de crédito e na procura de empréstimos com base no BLS têm propriedades de indicador avançado quanto ao crescimento futuro dos empréstimos às empresas. Um primeiro indício dos indicadores do BLS quanto ao crescimento futuro dos empréstimos consiste em considerar as correlações cruzadas entre estes indicadores em diferentes pontos de avanço em relação aos dados sobre o crescimento efetivo dos empréstimos. No caso dos empréstimos às empresas, a correlação cruzada entre os critérios de concessão de crédito e o crescimento homólogo dos empréstimos é mais elevada quando o BLS apresenta um avanço face ao crescimento efetivo dos empréstimos de cinco a seis trimestres (gráfico B, painel a). Por outras palavras, uma maior restritividade dos critérios de concessão de crédito tende a conduzir a um crescimento mais fraco dos empréstimos cerca de cinco a seis trimestres mais tarde. No que respeita à procura de empréstimos, a correlação máxima é mais elevada e observada para um avanço mais curto de cerca de três trimestres. O maior avanço entre os critérios de concessão de crédito e a evolução efetiva dos empréstimos é coerente com o facto de os critérios serem estabelecidos pelos bancos antes das negociações de empréstimos. Em contraste, as necessidades de financiamento das empresas, como indicado pela procura de empréstimos, refletem-se mais rapidamente na evolução efetiva do crescimento dos empréstimos.

Gráfico B

Correlações cruzadas entre o crescimento dos empréstimos e os indicadores do BLS para as empresas e famílias da área do euro

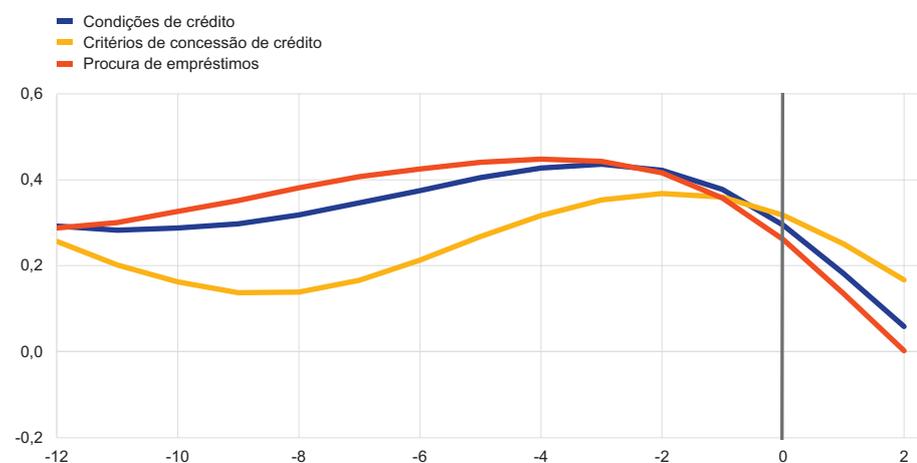
a) Empréstimos a empresas

(eixo dos y: coeficiente de correlação; eixo dos x: desfasamento dos indicadores do BLS em relação ao crescimento dos empréstimos em trimestres)



b) Empréstimos às famílias para aquisição de habitação

(eixo dos y: coeficiente de correlação; eixo dos x: desfasamento dos indicadores do BLS em relação ao crescimento dos empréstimos em trimestres)



Fonte: BCE (BLS e estatísticas relativas às rubricas do balanço).

Notas: O gráfico mostra a correlação entre os indicadores agregados do BLS, com base na amostra no BLS de cerca de 150 bancos, e a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos (crescimento líquido dos empréstimos) a sociedades não financeiras (painel a) e às famílias para aquisição de habitação (painel b). Os indicadores do BLS apresentam um avanço sobre o crescimento dos empréstimos (valor negativo no eixo dos y) ou um desfasamento face ao crescimento dos empréstimos (valor positivo).

"Condições de crédito" refere-se ao aumento líquido da procura de empréstimos menos o aumento da restritividade líquida dos critérios de concessão de crédito. "Critérios de concessão de crédito" encontra-se invertido, ou seja, as percentagens líquidas são definidas como a percentagem de bancos que reportam uma menor restritividade menos a percentagem de bancos que reportam uma maior restritividade. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos é calculada como a soma dos fluxos de empréstimos ao longo dos últimos 12 meses dividida pelo saldo dos empréstimos há 12 meses. Os indicadores do BLS são médias móveis de quatro trimestres. Os empréstimos a empresas são corrigidos de vendas, titularização e atividades de fluxos de caixa (cash pooling).

Para além das correlações simples acima mencionadas, a informação fornecida pelos indicadores do BLS sobre o crescimento futuro dos empréstimos pode ser avaliada analisando o seu valor para a previsão do crescimento efetivo dos empréstimos. Em comparação com um modelo autorregressivo em que o crescimento dos empréstimos é previsto pelo seu próprio desfasamento, um modelo que inclua indicadores do BLS melhora a previsão de crescimento dos empréstimos para as empresas da área do euro (gráfico C, painel a). Embora os critérios de concessão de crédito e a procura de empréstimos melhorem individualmente as previsões de empréstimos, a combinação de ambos num indicador das condições de crédito melhora ainda mais o desempenho das previsões ao longo do tempo, ou seja, o erro de previsão é menor, em média. Existe também evidência, correspondente na generalidade, sobre a informação fornecida pelo BLS quanto ao crescimento futuro dos empréstimos para os países da área do euro a nível individual⁵.

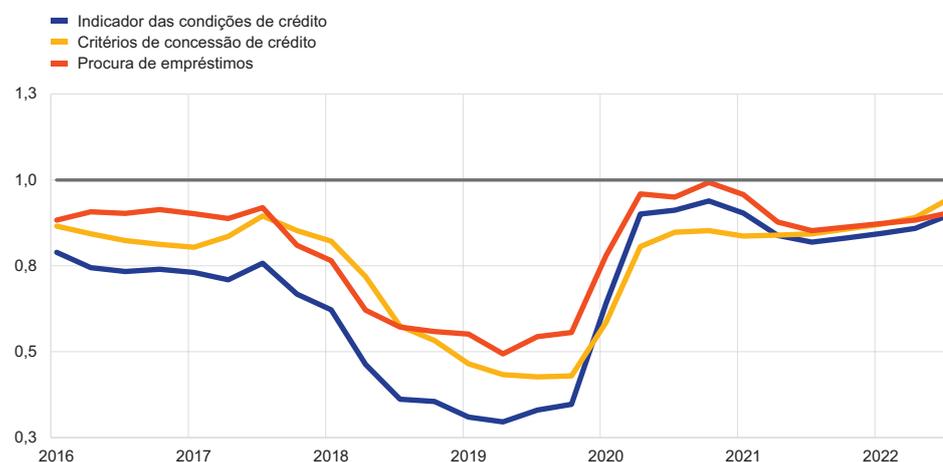
⁵ Ver [Negative interest rate policy period and pandemic as reflected in the Bank Lending Survey](#), *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, setembro de 2022, e [Levieuge, G., On the coherence and the predictive content of the French Bank Lending Survey's indicators](#), *Série de Documentos de Trabalho*, Banque de France, n.º 567, agosto de 2015.

Gráfico C

Propriedades de indicador avançado do BLS quanto ao crescimento futuro dos empréstimos a empresas da área do euro

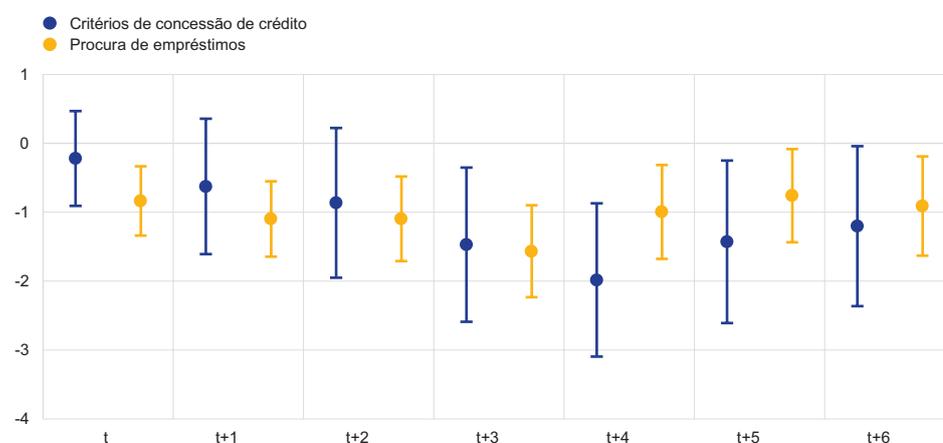
a) Desempenho dos indicadores do BLS na previsão do crescimento agregado dos empréstimos

(rácio da raiz quadrada do erro quadrático médio da previsão fora da amostra para o crescimento dos empréstimos com base em modelos com e sem indicadores do BLS)



b) Impacto de alterações nos critérios de concessão de crédito e na procura de empréstimos sobre o crescimento dos empréstimos a nível de cada banco

(impacto no crescimento homólogo dos empréstimos em pontos percentuais)



Fontes: BCE (BLS e estatísticas de rubricas do balanço para o painel a; BLS a nível individual e estatísticas a nível individual de rubricas do balanço para o painel b) e cálculos do BCE.

Notas: O painel a) mostra o desempenho dos indicadores do BLS na previsão do crescimento homólogo dos empréstimos para um horizonte igual a dois trimestres. Os valores abaixo de 1 indicam que o aumento de um modelo autorregressivo puro com o BLS melhora a exatidão da previsão. O crescimento homólogo dos empréstimos é definido como os fluxos líquidos de empréstimos ao longo dos últimos 12 meses divididos pelo saldo dos empréstimos há 12 meses, corrigidos de vendas, titularização e atividades de fluxos de caixa (*cash pooling*). Os modelos são estimados com base em períodos móveis de dez anos. A raiz quadrada do erro quadrático médio é calculada ao longo de períodos móveis de quatro anos. O painel b) mostra o impacto no crescimento homólogo dos empréstimos nos períodos $t+i$, sendo os indicadores do BLS medidos no período t . Os efeitos são relativos aos bancos que reportam critérios de concessão de crédito menos restritivos/inalterados ou um aumento/manutenção da procura de empréstimos. Os coeficientes resultam de uma regressão com o crescimento homólogo dos empréstimos líquidos às empresas como a variável dependente e os respetivos desfasamentos entre os critérios de concessão de crédito e a procura de empréstimos apresentados pelos bancos, três desfasamentos da variável dependente e os efeitos fixos em termos de tempo dos bancos e dos países como variáveis explicativas. A amostra inclui 149 bancos e abrange o período entre o terceiro trimestre de 2009 e o segundo trimestre de 2022.

O BLS contém informação sobre o crescimento futuro dos empréstimos não só a nível agregado, mas também para os bancos a nível individual.

As estimativas a nível dos bancos mostram que, para os bancos que reportam critérios de concessão de crédito mais restritivos, o crescimento efetivo dos empréstimos às empresas diminui significativamente três a seis trimestres após a maior restritividade em relação aos bancos que reportam critérios de concessão de crédito menos restritivos ou inalterados (gráfico C, painel b). Ao mesmo tempo, para os bancos que reportam uma diminuição da procura de empréstimos no BLS, o crescimento efetivo dos empréstimos às empresas é mais baixo no mesmo trimestre e nos trimestres seguintes em comparação com os bancos que reportam um aumento ou uma procura inalterada de empréstimos⁶. Tal mostra que a relação mais concomitante entre a procura de empréstimos e o crescimento efetivo dos empréstimos nas correlações cruzadas das séries agregadas também é válida a nível de cada banco.

No que respeita aos empréstimos à habitação, os indicadores do BLS também fornecem informação valiosa sobre o crescimento futuro dos empréstimos, embora com um período de avanço mais curto e uma correlação ligeiramente mais fraca do que no caso dos empréstimos às empresas.

Em particular, a correlação cruzada entre os critérios de concessão de crédito e o crescimento dos empréstimos à habitação mostra que o indicador do BLS apresenta apenas um ligeiro avanço em relação ao crescimento efetivo dos empréstimos à habitação (atingindo um valor máximo de cerca de dois trimestres; gráfico B, painel b). No que respeita à procura de empréstimos à habitação, a correlação cruzada com o crescimento dos empréstimos à habitação é geralmente mais elevada do que nos critérios de concessão de crédito, atingindo um pico ligeiramente mais cedo, com um avanço de três a quatro trimestres. Além disso, o co-movimento dos indicadores do BLS com o crescimento líquido dos empréstimos é globalmente mais fraco no caso dos empréstimos à habitação do que no caso dos empréstimos às empresas. Contudo, é provável que esta diferença esteja relacionada com o facto de os reembolsos dos empréstimos à habitação terem sido elevados cerca de dez anos após a forte expansão do mercado da habitação observada antes da crise financeira mundial, que estava a travar o crescimento líquido dos empréstimos à habitação⁷. De facto, a correlação é mais elevada tanto para os critérios de concessão de crédito como para a procura de crédito à habitação quando se toma em consideração os novos empréstimos para aquisição de habitação (atingindo um valor máximo de cerca de 0,6 em ambos os casos, com um avanço de quatro trimestres), o que também está em linha com o pedido aos bancos de reportarem empréstimos brutos no BLS.

A informação reportada no BLS também ajuda a melhorar as previsões de crescimento dos empréstimos à habitação.

Em contraste com as previsões para os empréstimos às empresas, as previsões de crescimento dos empréstimos

⁶ Estes resultados mostram que as respostas dos bancos sobre os critérios de concessão de crédito e a procura de empréstimos por parte das empresas não só ajudam a melhorar as previsões de crescimento dos empréstimos em termos agregados, como também contêm informação valiosa sobre variações nos volumes de empréstimos de bancos a nível individual. Importa destacar que tal se verifica mesmo após ter em conta a evolução passada, fatores específicos a cada banco e a evolução macroeconómica nacional que podem influenciar os mercados de crédito nos quais os bancos operam.

⁷ Ver a caixa intitulada [Developments in mortgage loan origination in the euro area](#), *Boletim Económico*, BCE, Número 5, 2018.

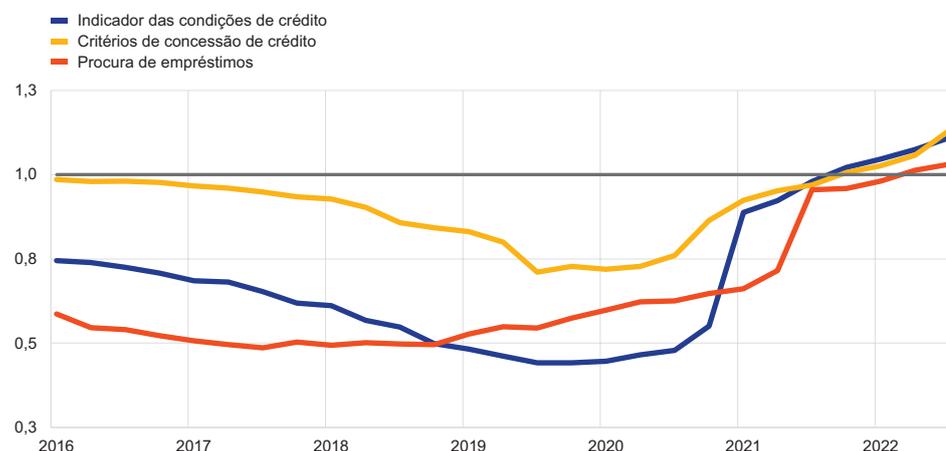
à habitação melhoram mais através da inclusão da procura de empréstimos do que através da inclusão de critérios de concessão de crédito (gráfico D, painel a). Tal está em linha com o facto de a correlação cruzada do crescimento líquido dos empréstimos à habitação ser mais baixa com os critérios de concessão de crédito do que com a procura de empréstimos, como discutido acima. A procura de empréstimos também ajuda a prever o crescimento futuro dos empréstimos à habitação a nível dos bancos – os bancos que reportam uma diminuição da procura registam um menor crescimento dos empréstimos nos trimestres seguintes, em comparação com os bancos que reportam um aumento ou uma procura inalterada de empréstimos (gráfico D, painel b). Pelo contrário, os critérios de concessão de crédito são menos relevantes para a previsão do crescimento dos empréstimos à habitação, não apenas a nível agregado, mas também a nível de cada banco.

Gráfico D

Propriedades de indicador avançado do BLS quanto ao crescimento futuro dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação na área do euro

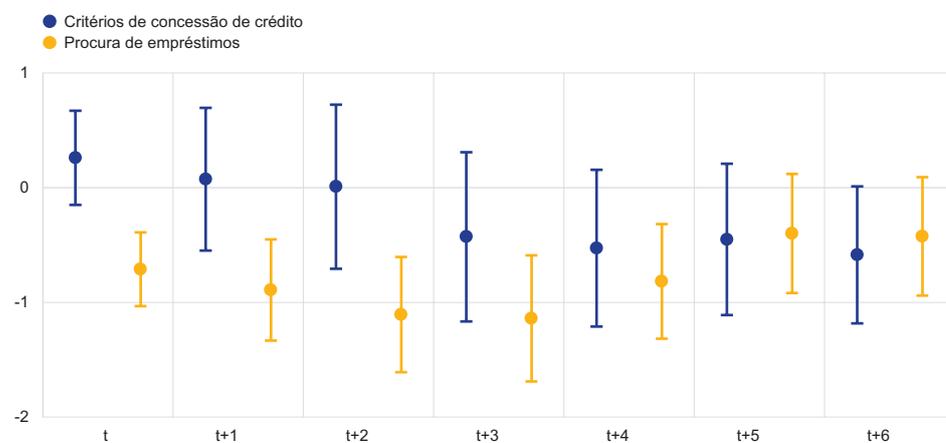
a) Desempenho dos indicadores do BLS na previsão do crescimento agregado dos empréstimos

(rácio da raiz quadrada do erro quadrático médio da previsão fora da amostra para o crescimento dos empréstimos com base em modelos com e sem indicadores do BLS)



b) Impacto de alterações aos critérios de concessão de crédito e à procura de empréstimos sobre o crescimento dos empréstimos a nível de cada banco

(impacto no crescimento homogêneo dos empréstimos em pontos percentuais)



Fontes: BCE (BLS e estatísticas de rubricas do balanço para o painel a; BLS a nível individual e estatísticas a nível individual de rubricas do balanço para o painel b) e cálculos do BCE.

Notas: O painel a) mostra o desempenho dos indicadores do BLS na previsão do crescimento homogêneo dos empréstimos no horizonte temporal com a menor raiz quadrada do erro quadrático médio (dois trimestres para os critérios de concessão de crédito, cinco trimestres para a procura de empréstimos e três trimestres para as condições de crédito). Os valores abaixo de 1 indicam que o aumento de um modelo autorregressivo puro com o BLS melhora a exatidão da previsão. O crescimento homogêneo dos empréstimos é definido como os fluxos líquidos de empréstimos ao longo dos últimos 12 meses divididos pelo saldo dos empréstimos há 12 meses. Os modelos são estimados com base em períodos móveis de dez anos. A raiz quadrada do erro quadrático médio é calculada ao longo de períodos móveis de quatro anos. O painel b) mostra o impacto no crescimento homogêneo dos empréstimos nos períodos t+i, sendo os indicadores do BLS medidos no período t. Os efeitos são relativos aos bancos que reportam critérios de concessão de crédito menos restritivos/inalterados ou um aumento/manutenção da procura de empréstimos. Os coeficientes resultam de uma regressão com o crescimento homogêneo dos empréstimos líquidos às famílias para aquisição de habitação como a variável dependente e os respetivos desfasamentos entre os critérios de concessão de crédito e a procura de empréstimos apresentados pelos bancos, três desfasamentos da variável dependente e os efeitos fixos em termos de tempo dos bancos e dos países como variáveis explicativas. A amostra inclui 140 bancos e abrange o período entre o terceiro trimestre de 2009 e o segundo trimestre de 2022.

À luz destas conclusões, o BLS aponta atualmente para uma desaceleração do crescimento dos empréstimos a empresas e às famílias para aquisição de habitação da área do euro nos próximos trimestres. Nos três primeiros trimestres de 2022, os bancos reportaram uma maior restritividade líquida dos seus critérios de concessão de crédito aplicados aos empréstimos a empresas⁸. Em particular, o aumento da restritividade líquida no segundo e terceiro trimestres excedeu o observado durante a pandemia de coronavírus (que foi atenuado por intervenções do setor público sob a forma de regimes de garantia estatal de empréstimos e outras medidas de apoio orçamental, bem como por medidas tomadas pelas autoridades de política monetária e de supervisão), mantendo-se, porém, aquém da maior restritividade líquida observada durante a crise financeira mundial e a crise da dívida soberana⁹. Os principais fatores impulsionadores desta maior restritividade foram as perceções de risco mais elevadas e uma menor tolerância ao risco por parte dos bancos devido a preocupações quanto às perspetivas económicas gerais e à capacidade de endividamento dos mutuários. O custo de financiamento e o estado do balanço dos bancos tiveram também um impacto mais restritivo sobre os critérios de concessão de empréstimos a empresas e às famílias para aquisição de habitação na área do euro. Este impacto ampliou-se nos três primeiros trimestres de 2022 com a normalização em curso da política monetária. Tal reflete a utilidade do inquérito para avaliar a transmissão da política monetária do BCE às empresas e famílias da área do euro através do canal do crédito bancário. Ao mesmo tempo, os bancos reportaram que, em termos globais, a procura de empréstimos por parte das empresas continuou a aumentar nos três primeiros trimestres de 2022, impulsionada sobretudo pelas necessidades de financiamento das empresas para fundos de tesouraria e existências. No BLS de outubro de 2022, os bancos reportaram que esperavam uma maior restritividade líquida dos critérios de concessão de crédito, mas uma diminuição líquida da procura de empréstimos por parte das empresas no quarto trimestre de 2022. No geral, estes resultados apontam para um crescimento mais lento dos empréstimos a empresas em 2023¹⁰. No que respeita aos empréstimos à habitação, os bancos reportaram uma diminuição líquida substancial da procura de empréstimos para aquisição de habitação no terceiro trimestre de 2022, após uma descida mais moderada no segundo trimestre de 2022. Em conjugação com o forte aumento da restritividade líquida dos critérios de concessão de empréstimos à habitação no segundo e terceiro trimestres de 2022, tal aponta para uma descida acentuada do crescimento efetivo dos empréstimos à habitação nos próximos trimestres. De facto, são já visíveis sinais de um ponto de viragem no crescimento efetivo dos empréstimos à habitação.

⁸ Os dados do BLS prestados pelos bancos estão alinhados com os dados mais recentes do inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento (*Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE*), no qual as empresas reportaram um aumento dos respetivos desvios de financiamento para o período de abril a setembro de 2022 e que esperavam uma menor disponibilidade de empréstimos bancários para o período de outubro de 2022 a março de 2023. Ver a caixa intitulada “Acesso das empresas ao financiamento e ciclo económico: dados do SAFE”, na presente edição do *Boletim Económico*.

⁹ Ver os relatórios do BLS sobre estes trimestres no [sítio do BCE](#).

¹⁰ Não obstante a informação fornecida pelos indicadores do BLS sobre o crescimento efetivo dos empréstimos a empresas e às famílias para aquisição de habitação, é necessário ter em conta que esta evolução é uma previsão incondicional baseada apenas no BLS e que novas alterações da conjuntura e das perspetivas económicas podem alterar estas trajetórias.

8 Implicações em termos de política orçamental dos projetos de planos orçamentais para 2023 dos países da área do euro

Por Johannes Simeon Bischl, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier e Steffen Osterloh

Em 22 de novembro de 2022, a Comissão Europeia publicou os seus pareceres sobre os projetos de planos orçamentais (PPO) dos países da área do euro para 2023¹. Devido à continuação da aplicação da cláusula de derrogação de âmbito geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) em 2023, a avaliação da Comissão seguiu a prática dos dois anos anteriores, centrando-se na conformidade dos PPO com recomendações em matéria de política orçamental de natureza mais qualitativa do que quantitativa². Estas recomendações foram adotadas pelo Conselho em 12 de julho de 2022. Nessa altura, o Conselho também aconselhou os países da área do euro a adotarem políticas orçamentais diferenciadas em 2023, recomendando em particular aos países com níveis elevados de dívida pública que assegurassem uma política orçamental prudente. Em termos operacionais, isto significa manter o crescimento das despesas correntes primárias financiadas a nível nacional, líquidas de medidas discricionárias em matéria de receitas, abaixo do crescimento do produto potencial a médio prazo. Recomendou-se aos países da área do euro com níveis baixos ou médios de dívida pública que assegurassem que o crescimento das despesas correntes financiadas a nível nacional está em consonância com uma orientação de política globalmente neutra. Em ambos os casos, reconheceu-se que os planos de despesa dos governos teriam de ter em conta o apoio temporário em curso, orientado para as famílias e as empresas através de medidas compensatórias relacionadas com os produtos energéticos e as pessoas que fogem da agressão militar da Rússia contra a Ucrânia. Aconselhou-se igualmente os países da área do euro a aumentar o investimento público para as transições ecológica e digital e a segurança energética³.

¹ Ver [Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho e ao Banco Central Europeu sobre os projetos de planos orçamentais para 2023: avaliação global](#), Comissão Europeia, 22 de novembro de 2022; e [Recomendação de Recomendação do Conselho sobre a política económica da área do euro](#), Comissão Europeia, 22 de novembro de 2022. Os PPO de Itália e da Letónia foram apresentados pelos governos cessantes num cenário de políticas inalteradas, pelo que não foram avaliados pela Comissão aquando do seu pacote do outono. Na sequência da apresentação da atualização em 21 de novembro de 2022, a Comissão publicou o seu parecer relativo ao PPO italiano em 14 de dezembro de 2022.

² A cláusula de derrogação de âmbito geral foi introduzida no âmbito do “pacote de seis medidas” (*Six-Pack*) do PEC em 2011. Pode ser ativada no caso de uma ocorrência excepcional não controlável pelo Estado-Membro em causa e que tenha um impacto significativo na situação das finanças públicas ou em períodos de recessão económica grave na área do euro ou na UE no seu todo. Quando a cláusula é ativada, permite que os Estados-Membros se desviem temporariamente dos requisitos de ajustamento orçamental ao abrigo das vertentes preventiva e corretiva do Pacto, desde que tal não ponha em risco a sustentabilidade orçamental no médio prazo.

³ Para além das recomendações do Conselho, na sua [declaração de 11 de julho de 2022 sobre as orientações de política orçamental para 2023](#) (disponível apenas em língua inglesa), o Eurogrupo considerou que, para a área do euro, não se justificava apoiar a procura global através de políticas orçamentais em 2023, tendo em conta as circunstâncias económicas prevaletentes, nomeadamente a dinâmica inflacionista.

Na sua avaliação sobre se os planos orçamentais para 2023 estão em consonância com as recomendações do Conselho, a Comissão entrou-se no cumprimento, por parte dos países, de um indicador desenvolvido no contexto da crise do coronavírus (COVID-19), que ajusta o valor de referência para a despesa definido no PEC⁴. Em primeiro lugar, este indicador tem em conta as despesas financiadas com subvenções da UE ao abrigo do Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR) ou com outros fundos da UE. Estas fontes de financiamento proporcionam um impulso orçamental à economia, mas não se refletem nos saldos orçamentais dos países da área do euro, dado que são registados quer como receita quer como despesa. Segundo, o indicador exclui medidas de emergência temporárias tomadas em resposta à pandemia de COVID-19. É de salientar que o agregado da despesa subjacente ao indicador inclui as medidas da despesa adotadas em resposta à crise energética, bem como o investimento público financiado a nível nacional. A Comissão analisou o nível de cumprimento das recomendações do Conselho de 12 de julho de 2022 com base numa avaliação da evolução destas rubricas da despesa.

De acordo com a avaliação da Comissão, os PPO dos países da área do euro para 2023 estão, de um modo geral, em consonância com as recomendações do Conselho em matéria de política orçamental, com algumas exceções.

Entre os países com níveis elevados de dívida pública, a Comissão considerou que o PPO da Bélgica estava apenas parcialmente em conformidade com a recomendação, uma vez que o crescimento das despesas correntes financiadas a nível nacional é superior ao crescimento do produto potencial. No caso de Portugal, a Comissão, embora tenha apresentado uma avaliação globalmente positiva, notou riscos de conformidade parcial caso as medidas compensatórias relacionadas com os produtos energéticos não fossem anuladas como previsto⁵. Entre o grupo de países com uma dívida pública baixa ou média, avaliou-se que os PPO da Alemanha, Estónia, Lituânia, Luxemburgo, Países Baixos, Áustria, Eslovénia e Eslováquia estavam parcialmente em conformidade com a recomendação, tendo em conta os contributos expansionistas e não neutros das suas despesas correntes líquidas financiadas a nível nacional para a orientação global das políticas orçamentais em 2023⁶. Todos os países da área do euro planeiam financiar o investimento público para as transições ecológica e digital

⁴ A Comissão calcula este indicador que capta a orientação das políticas orçamentais avaliando o aumento anual da despesa líquida em relação ao crescimento potencial a dez anos e a taxa de crescimento do deflador do PIB. Na sequência das recomendações do Conselho sobre os programas de estabilidade para 2021, o agregado das despesas líquidas subjacente foi ajustado de modo a incluir as despesas financiadas por subvenções ao abrigo do MRR e outros fundos da UE e a excluir as medidas de emergência temporárias relacionadas com a crise da COVID-19. Além do contributo das despesas financiadas pela UE, a avaliação da Comissão inclui os contributos para a orientação orçamental global de diferentes agregados de despesa financiados a nível nacional, nomeadamente: i) investimento, ii) outras despesas de capital e iii) despesas primárias correntes (líquidas de medidas discricionárias em matéria de receitas). Este indicador difere da medida tradicionalmente utilizada para avaliar a orientação orçamental no âmbito do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) com base no conceito de saldo primário corrigido do ciclo (ver a secção 6 na presente edição do *Boletim Económico*).

⁵ Tendo em conta a avaliação global pela Comissão do PPO de Portugal, a [declaração do Eurogrupo sobre os projetos de planos orçamentais para 2023](#) – emitida em 5 de dezembro de 2022 e disponível apenas em língua inglesa – sublinhou os progressos realizados por Portugal em termos de redução do défice e da dívida.

⁶ De acordo com a análise da Comissão, no caso dos Países Baixos, embora o contributo das despesas correntes primárias financiadas a nível nacional para a orientação orçamental seja globalmente neutro, a orientação global das políticas orçamentais é expansionista.

e a segurança energética, recorrendo inclusive ao MRR e a outros fundos da UE, tal como recomendado pelo Conselho.

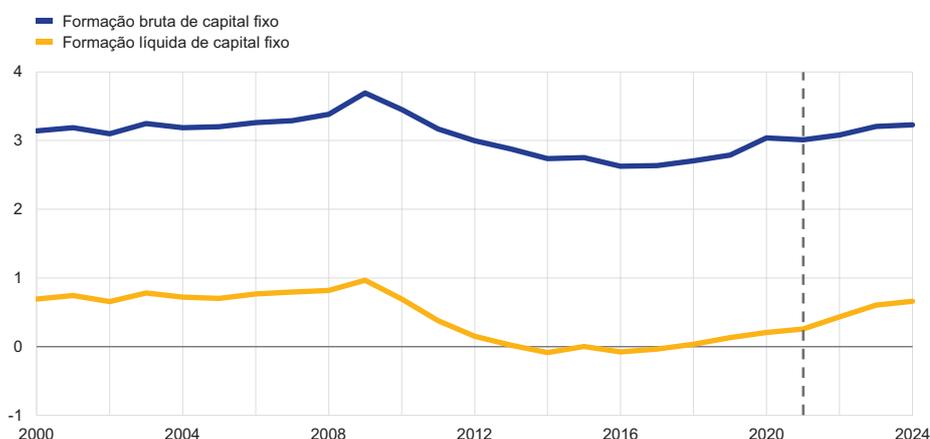
A avaliação da Comissão salientou o aumento do investimento público no conjunto da área do euro desde 2018, que prosseguiu em 2020-2022 apesar dos choques decorrentes da COVID-19 e da guerra da Rússia contra a Ucrânia.

Embora moderado em termos de percentagem do PIB, o aumento do investimento público desde a pandemia contrasta com o padrão observado na sequência da crise financeira mundial, quando o investimento público bruto diminuiu mais de 1 ponto percentual do PIB e o investimento líquido – que tem em conta a depreciação do stock de capital – se tornou negativo entre 2014 e 2017 (gráfico A).

Gráfico A

Investimento público da área do euro, 2000-2024

(em percentagem do PIB)



Fonte: Comissão Europeia (base de dados AMECO).

Notas: Os anos 2022-2024 foram retirados das previsões do outono de 2022 da Comissão Europeia. A linha vertical a tracejado indica o início do horizonte de projeção.

De acordo com a Comissão, as políticas orçamentais poderão acabar por se tornar expansionistas em 2023, num contexto de inflação ainda elevada.

De acordo com as previsões da Comissão do outono de 2022, que incorporam os PPO para 2023, a expansão orçamental com base no indicador ajustado acima descrito ascenderá a cerca de 2,2% do PIB em 2022, enquanto se projetam políticas orçamentais globalmente neutras para 2023⁷. As projeções da Comissão incluem um impacto orçamental líquido de 0,9% do PIB resultante das medidas destinadas a atenuar o impacto dos preços elevados dos produtos energéticos nas famílias e nas empresas da área do euro em 2023, o que compara com 1,3% do PIB em 2022. A Comissão estimou igualmente que, se as medidas em vigor fossem prorrogadas ao longo de 2023, o seu custo poderia aumentar mais 1% do PIB, atingindo aproximadamente 2% do PIB em 2023, tornando as políticas orçamentais mais expansionistas.

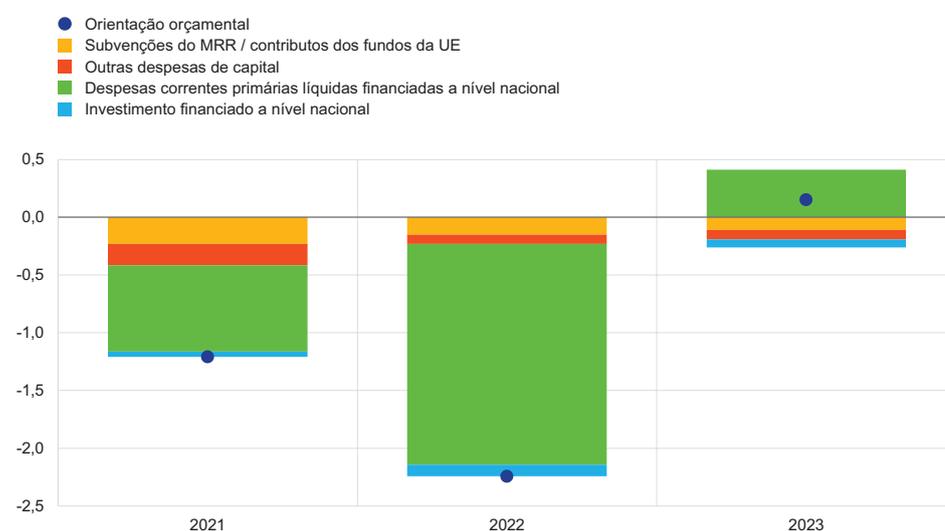
⁷ Ver [Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho e ao Banco Central Europeu sobre os projetos de planos orçamentais para 2023: avaliação global](#), *op. cit.*

As projeções mais recentes elaboradas por especialistas do Eurosistema incluem um montante significativamente maior de medidas de apoio relacionadas com os produtos energéticos do que a projeção de referência da Comissão, apontando para uma orientação orçamental expansionista em 2023. Estima-se que o apoio agregado da área do euro relacionado com produtos energéticos, integrado nas perspetivas macroeconómicas do exercício alargado de projeções macroeconómicas de dezembro de 2022, se situe em cerca de 2% do PIB⁸. Tal excede significativamente o projetado pela Comissão nas suas previsões do outono de 2022 e reflete, entre outros aspetos, uma data de fecho da informação posterior para as projeções, onde são suficientemente especificadas mais medidas de apoio para cumprir os critérios a considerar nos pressupostos orçamentais do exercício alargado de projeções macroeconómicas de dezembro⁹.

Gráfico B

Avaliação pela Comissão da orientação da política orçamental, 2021-2023

(em percentagem do PIB)



Fonte: Comissão Europeia (base de dados AMECO).

Notas: Na sua avaliação da orientação orçamental da área do euro, a Comissão utilizou a abordagem que ajusta o valor de referência para a despesa explicada no texto. Um valor negativo (positivo) aponta para uma orientação expansionista (contracionista).

⁸ Ver a secção 2 sobre as perspetivas orçamentais nas [Projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema](#).

⁹ As projeções para as variáveis orçamentais no exercício alargado de projeções macroeconómicas são elaboradas sob a responsabilidade do Grupo de Trabalho sobre Finanças Públicas. As projeções orçamentais são plenamente consistentes com as projeções macroeconómicas e têm em conta a informação mais recente, por exemplo, os dados mais recentes divulgados, as leis orçamentais, os orçamentos suplementares e os programas de estabilidade e convergência. As projeções orçamentais incorporam apenas as medidas já aprovadas pelos parlamentos nacionais ou definidas em suficiente pormenor e que provavelmente serão aprovadas no âmbito do processo legislativo. Para mais informações, ver [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#), BCE, julho de 2016.

Para assegurar que as políticas orçamentais não crescem às pressões inflacionistas, salvaguardando simultaneamente a sustentabilidade da dívida e apoiando as finanças públicas favoráveis ao crescimento, é importante que as políticas sejam orientadas, adaptadas e temporárias. Do ponto de vista da política monetária, as medidas de apoio energético devem ser ajustadas de acordo com estes “três T”, ou seja, as medidas devem ser: i) *orientadas* [“targeted”] para os mais vulneráveis, de modo a que a dimensão do impulso orçamental seja limitada e beneficie aqueles que dele mais necessitam; ii) *adaptadas* [“tailored”] de modo a que as medidas não enfraqueçam os incentivos à redução da procura energética; e iii) *temporárias* [“temporary”], de modo a que o impulso orçamental não se mantenha mais tempo do que o estritamente necessário. Dada a desativação esperada da cláusula de derrogação de âmbito geral do PEC a partir de 2024, afigura-se essencial alcançar atempadamente um acordo sobre uma reforma do quadro de governação económica da UE, uma vez que ajudará a orientar as políticas orçamentais no futuro¹⁰. No geral, uma redução gradual, realista e sustentada da dívida pública, sempre que necessário, deve ser combinada com uma melhor qualidade dos orçamentos públicos e um investimento público sustentado para apoiar o crescimento potencial bem como as transições ecológica e digital.

¹⁰ Ver a versão em língua inglesa da [comunicação sobre as orientações para a reforma do quadro de governação económica da UE](#), Comissão Europeia, 9 de novembro de 2022.

© Banco Central Europeu, 2023

Endereço postal 60640 Frankfurt am Main, Alemanha
Telefone +49 69 1344 0
Internet 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-22-008-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep