



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 4 / 2023



Índice

Evolução económica, financeira e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	9
2 Atividade económica	16
3 Preços e custos	25
4 Evolução do mercado financeiro	32
5 Condições de financiamento e evolução do crédito	38
6 Evolução orçamental	47
Caixas	51
1 O impulso para consumir resultante da poupança durante a pandemia – a composição é relevante?	51
2 Teleconferências de apresentação de resultados: novos dados sobre lucros, investimento e condições de financiamento das empresas	58
3 Como é que os lucros unitários contribuíram para a recente intensificação das pressões internas sobre os preços na área do euro?	64
4 A evolução do peso da massa salarial na área do euro desde o início da pandemia	74
5 Expetativas das empresas quanto aos preços de venda – dados do SAFE	80
6 A grande contenção nos fluxos financeiros externos da área do euro em 2022 – informações obtidas em estatísticas mais granulares da balança de pagamentos	85
7 Condições de liquidez e operações de política monetária de 8 de fevereiro a 9 de maio de 2023	93
8 Inflação e divergências de competitividade nos países da área do euro	99

Evolução económica, financeira e monetária

Apreciação global

A inflação tem vindo a descer, mas as projeções indicam que permanecerá demasiado elevada durante demasiado tempo. O Conselho do BCE está empenhado em assegurar o retorno atempado da inflação ao seu objetivo de médio prazo de 2%. Por conseguinte, decidiu na reunião de 15 de junho de 2023 aumentar as três taxas de juro diretoras do BCE em 25 pontos base.

O aumento das taxas de juro reflete a avaliação atualizada do Conselho do BCE das perspetivas de inflação, da dinâmica da inflação subjacente e da força da transmissão da política monetária. De acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, a inflação global deverá situar-se, em média, em 5,4% em 2023, 3,0% em 2024 e 2,2% em 2025. Os indicadores das pressões subjacentes sobre os preços permanecem fortes, embora alguns evidenciem sinais preliminares de abrandamento.

Os especialistas do Eurosistema reviram em alta as suas projeções para a inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, especialmente no que toca ao presente ano e ao próximo, devido a anteriores surpresas em sentido ascendente e às implicações da robustez do mercado de trabalho para o ritmo de desinflação. Consideram agora que a inflação atingirá 5,1% em 2023, descendo depois para 3,0% em 2024 e 2,3% em 2025. Os especialistas do Eurosistema reduziram ligeiramente as suas projeções para o crescimento económico no presente ano e no próximo, projetando agora que a economia registe uma taxa de crescimento de 0,9% em 2023, 1,5% em 2024 e 1,6% em 2025.

Ao mesmo tempo, os anteriores aumentos das taxas de juro pelo Conselho do BCE estão a repercutir-se de forma vigorosa nas condições de financiamento e estão gradualmente a ter impacto no conjunto da economia. Os custos do endividamento subiram de forma acentuada e o crescimento dos empréstimos está a abrandar. A maior restritividade das condições de financiamento é das principais razões pelas quais se projeta que a inflação continue a descer no sentido do objetivo, pois deverá refrear cada vez mais a procura.

As futuras decisões do Conselho do BCE assegurarão que as taxas de juro diretoras do BCE sejam conduzidas para níveis suficientemente restritivos para conseguir um retorno atempado da inflação ao objetivo de médio prazo de 2% e sejam mantidas nesses níveis enquanto for necessário. O Conselho do BCE continuará a seguir uma abordagem dependente dos dados na determinação do nível e duração adequados da restritividade. Mais especificamente, as suas decisões sobre as taxas de juro continuarão a basear-se na sua avaliação das perspetivas de inflação, à luz dos dados económicos e financeiros que forem sendo disponibilizados, da dinâmica da inflação subjacente e da força da transmissão da política monetária.

O Conselho do BCE confirmou que descontinuará os reinvestimentos ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) a partir de julho de 2023.

Atividade económica

A economia mundial começou este ano numa posição mais sólida do que no quarto trimestre de 2022, graças à reabertura da economia chinesa e à resiliência dos mercados de trabalho nos Estados Unidos. A atividade mundial foi impulsionada sobretudo pelo setor dos serviços, enquanto a produção na indústria transformadora permanece relativamente moderada. As repercussões da turbulência no setor bancário dos Estados Unidos em inícios de março conduziram a um breve período de forte tensão nos mercados financeiros mundiais. Desde então, a maior parte dos preços dos ativos recuperou face às perdas registadas durante esse período, enquanto os participantes nos mercados financeiros também reviram em baixa as suas expectativas quanto à futura trajetória de aumento da restritividade da política monetária pelo Sistema de Reserva Federal. No entanto, a incerteza persistente está a contribuir para os fatores adversos ao crescimento mundial, incluindo a inflação elevada, a maior restritividade das condições financeiras mundiais e as tensões geopolíticas. Neste contexto, as perspetivas para o crescimento e a inflação a nível mundial nas projeções de junho de 2023 permanecem globalmente inalteradas em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE para a área do euro. A pequena revisão em alta do crescimento mundial em 2023 está relacionada sobretudo com a recuperação mais forte do que o anteriormente esperado da procura na China no primeiro trimestre, a qual foi parcialmente contrabalançada pelo impacto adverso de condições financeiras e de crédito mais restritivas nos Estados Unidos e noutras economias avançadas. As perspetivas de inflação foram revistas ligeiramente em alta para 2024, num contexto de mercados de trabalho restritivos e de um crescimento ainda elevado dos salários nas economias avançadas, ao passo que a redução dos preços das matérias-primas explica uma pequena revisão em baixa da inflação projetada para 2023. Projeta-se que o comércio mundial cresça a um ritmo muito mais lento do que o PIB real este ano, dado que a composição da procura mundial passou a estar menos assente no comércio. As perspetivas para o comércio mundial para 2023 foram revistas em baixa, embora em grande medida devido a consideráveis efeitos de repercussão negativos do quarto trimestre de 2022 e a fracos resultados nas principais economias no primeiro trimestre.

A economia da área do euro estagnou nos últimos meses. Tal como no quarto trimestre do ano passado, diminuiu 0,1% no primeiro trimestre de 2023, num contexto de queda do consumo público e privado. O crescimento económico deverá manter-se fraco no curto prazo, mas registar um fortalecimento no decurso do ano, com a descida da inflação e a continuação do abrandamento das perturbações no abastecimento. As condições nos diferentes setores da economia são desiguais: a indústria transformadora continua a enfraquecer, em parte devido à menor procura mundial e às condições de financiamento mais restritivas na área do euro, enquanto os serviços permanecem resilientes.

O mercado de trabalho continua a ser uma fonte de força. Foram criados quase um milhão de novos postos de trabalho no primeiro trimestre do ano e a taxa de desemprego situou-se num mínimo histórico de 6,5% em abril. O número médio de horas trabalhadas também aumentou, apesar de ainda ser um pouco inferior ao nível pré-pandemia.

De acordo com as projeções de junho de 2023, a economia deverá retomar o crescimento nos próximos trimestres, com a moderação dos preços dos produtos energéticos, o fortalecimento da procura externa e a resolução dos estrangulamentos no abastecimento, permitindo às empresas continuar a dar vazão ao grande volume de encomendas em atraso, e à medida que a incerteza – incluindo a relacionada com a recente tensão no setor bancário – continua a diminuir. Além disso, os rendimentos reais deverão melhorar, sustentados por um mercado de trabalho robusto, devendo o desemprego atingir novos mínimos históricos ao longo do horizonte de projeção. O aumento da restritividade da política monetária do BCE repercutir-se-á cada vez mais na economia real. Em conjugação com a cessação gradual do apoio orçamental, tal pesará sobre o crescimento económico no médio prazo. No geral, o crescimento real médio anual do PIB deverá abrandar para 0,9% em 2023 (face a 3,5% em 2022), recuperando depois para 1,5% em 2024 e 1,6% em 2025. Em comparação com as projeções de março de 2023, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em baixa em 0,1 pontos percentuais para 2023 e 2024, refletindo sobretudo condições de financiamento mais restritivas. O crescimento do PIB em 2025 permanece inalterado, dado que estes efeitos deverão ser parcialmente compensados pelo impacto de um rendimento disponível real mais elevado e por uma menor incerteza.

As perspetivas orçamentais da área do euro deverão melhorar no decurso do horizonte de projeção. Na sequência da descida significativa em 2022, projeta-se que o défice orçamental da área do euro continue a diminuir a um ritmo mais lento em 2023 e 2024 e apenas marginalmente em 2025 (para 2,5% do PIB). A diminuição do saldo orçamental no final do horizonte de projeção, em comparação com 2022, advém da melhoria do saldo primário corrigido do ciclo e, em menor grau, de uma melhor componente cíclica orçamental, ao passo que, em percentagem do PIB, os pagamentos de juros aumentam gradualmente ao longo do horizonte. Projeta-se que a dívida da área do euro continue a diminuir, embora de modo mais lento após 2022, situando-se em 87,3% do PIB em 2025. Tal deve-se sobretudo aos diferenciais negativos entre taxa de juro e taxa de crescimento, que mais do que compensam os persistentes défices primários. Contudo, em 2025, os rácios do défice e da dívida deverão permanecer acima dos níveis anteriores à pandemia. Em comparação com as projeções de março de 2023, o saldo orçamental mantém-se praticamente inalterado no final do horizonte, tendo o rácio da dívida sido objeto de uma ligeira revisão em alta para o período de 2023 a 2025, devido sobretudo a diferenciais menos favoráveis entre taxa de juro e taxa de crescimento.

Com o desvanecimento da crise energética, os governos devem suprimir prontamente e de forma concertada as medidas de apoio relacionadas, a fim de evitar intensificar as pressões inflacionistas de médio prazo, o que exigiria uma resposta mais forte da política monetária. As políticas orçamentais devem ser

concebidas de modo a tornar a economia da área do euro mais produtiva e a reduzir gradualmente a dívida pública elevada. Políticas destinadas a aumentar a capacidade de oferta da área do euro, em especial no setor energético, também poderiam ajudar a reduzir as pressões sobre os preços no médio prazo. A reforma do quadro de governação económica da União Europeia deve ser concluída sem demora.

Inflação

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação registou nova descida para 6,1% em maio, face a 7,0% em abril. A descida foi generalizada. A inflação dos preços dos produtos energéticos, que tinha subido em abril, retomou a sua tendência em sentido descendente e foi negativa em maio. A inflação dos preços dos produtos alimentares desceu novamente, mas manteve-se elevada em 12,5%.

A inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares desceu em maio pelo segundo mês consecutivo, situando-se em 5,3%, face a 5,6% em abril. A inflação dos preços dos bens registou nova descida, passando de 6,2% em abril para 5,8%. A inflação dos preços dos serviços desceu pela primeira vez em vários meses, passando de 5,2% para 5,0%. Os indicadores das pressões subjacentes sobre os preços permanecem fortes, embora alguns evidenciem sinais preliminares de abrandamento.

Anteriores aumentos dos custos energéticos ainda estão a fazer subir os preços no conjunto da economia. A procura latente resultante da reabertura da economia também continua a fazer provocar uma subida da inflação, especialmente a inflação dos preços dos serviços. Apesar de refletirem parcialmente pagamentos pontuais, as pressões salariais estão a tornar-se uma fonte de inflação cada vez mais importante. A remuneração por empregado subiu 5,2% no primeiro trimestre do ano e os salários negociados 4,3%. Além disso, as empresas em alguns setores conseguiram manter os lucros relativamente altos, sobretudo onde a procura tem ultrapassado a oferta. Embora a maioria das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo se situe atualmente em torno de 2%, alguns indicadores mantêm-se elevados e devem ser acompanhados de perto.

De acordo com as projeções de junho de 2023, visto que a inflação dos preços dos produtos energéticos se deverá tornar cada vez mais negativa ao longo de 2023 e a inflação dos produtos alimentares deverá registar uma moderação acentuada, espera-se que a inflação global continue a descer e se situe em torno de 3% no último trimestre do ano. No entanto, projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares ultrapasse a inflação global no curto prazo e permaneça acima desta até inícios de 2024, seguindo, porém, uma trajetória descendente gradual a partir do segundo semestre de 2023. Com o desvanecimento gradual dos efeitos indiretos dos anteriores choques sobre os preços dos produtos energéticos e de outras pressões sobre os preços acumuladas, que impulsiona a descida esperada, os custos do trabalho passarão a ser o principal fator impulsionador da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares. O crescimento dos salários deverá manter-se acima do dobro

da sua média histórica durante a maior parte do horizonte de projeção, impulsionado pela compensação pela inflação e pela restritividade do mercado de trabalho, bem como por aumentos dos salários mínimos. As margens de lucro, que registaram uma expansão considerável em 2022, deverão, contudo, funcionar como amortecedor de algumas das repercussões desses custos no médio prazo. Além disso, a política monetária deverá continuar a atenuar a inflação subjacente nos próximos anos. Em geral, a inflação global deverá baixar de 8,4% em 2022 para uma média de 5,4% em 2023, 3,0% em 2024 e 2,2% em 2025. Em comparação com as projeções de março de 2023, a inflação global foi revista ligeiramente em alta para o conjunto do horizonte de projeção. Tal deve-se sobretudo a uma revisão em alta significativa da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, refletindo revisões que se devem a resultados recentes para a inflação mais elevados do que o esperado e a custos unitários do trabalho um pouco mais fortes, o que suplanta o efeito dos pressupostos preços dos produtos energéticos mais baixos e as condições de financiamento mais restritivas.

Análise dos riscos

O Conselho do BCE considera que as perspetivas para o crescimento económico e a inflação permanecem extremamente incertas. Os riscos em sentido descendente para o crescimento incluem a guerra injustificada da Rússia contra a Ucrânia e uma intensificação das tensões geopolíticas em geral, o que pode fragmentar o comércio mundial e, assim, pesar sobre a economia da área do euro. O crescimento também poderá ser mais lento, se os efeitos da política monetária forem mais vigorosos do que o projetado. Novas tensões nos mercados financeiros podem resultar em condições de financiamento ainda mais restritivas do que o esperado e enfraquecer a confiança. O crescimento mais fraco da economia mundial pode igualmente continuar a travar a atividade económica na área do euro. Não obstante, o crescimento poderá ser mais elevado do que o projetado, se a força do mercado de trabalho e a diminuição da incerteza significarem que as pessoas e as empresas se sentem mais confiantes e gastam mais.

Os riscos em alta para a inflação incluem novas pressões em sentido ascendente sobre os custos energéticos e os preços dos produtos alimentares, também relacionadas com a guerra da Rússia contra a Ucrânia. Uma subida duradoura das expectativas de inflação para níveis acima do objetivo do Conselho do BCE, ou aumentos dos salários ou das margens de lucro superiores ao esperado podem igualmente fazer subir ainda mais a inflação, incluindo a médio prazo. Os recentes acordos salariais em vários países contribuem para os riscos em alta para a inflação. Em contrapartida, as novas tensões nos mercados financeiros poderão reduzir a inflação mais rapidamente do que o projetado. Uma procura mais fraca, por exemplo, devido a uma transmissão mais forte da política monetária, resultaria igualmente em menores pressões sobre os preços, em especial no médio prazo. Além disso, a inflação desceria mais rapidamente se a descida dos preços dos produtos energéticos e os menores aumentos dos preços dos produtos alimentares se repercutissem nos preços de outros bens e serviços de forma mais célere do que o previsto.

Condições monetárias e financeiras

O aumento da restritividade da política monetária continua a refletir-se nas taxas de juro isentas de risco e nas condições de financiamento em geral. As condições de financiamento são mais restritivas para os bancos e o crédito está a tornar-se mais caro para as empresas e as famílias. Em abril, as taxas ativas bancárias atingiram o seu nível mais elevado em mais de uma década, situando-se em 4,4% para o crédito às empresas e 3,4% para o crédito à habitação.

Estas taxas de endividamento mais elevadas, juntamente com a maior restritividade das condições de oferta de crédito e a menor procura de empréstimos, enfraqueceram ainda mais a dinâmica do crédito. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às empresas voltou a descer em abril, situando-se em 4,6%. Em média, as variações mensais em cadeia têm sido negativas desde novembro de 2022. Os empréstimos às famílias registaram uma taxa de crescimento homóloga de 2,5% em abril e aumentaram apenas marginalmente em termos mensais em cadeia. O fraco crédito bancário e a redução do balanço do Eurosistema levaram a uma descida continuada da taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo, a qual se situou em 1,9% em abril. As variações mensais em cadeia do agregado monetário largo têm sido negativas desde dezembro.

Em conformidade com a sua estratégia de política monetária, o Conselho do BCE procede a uma análise exaustiva das ligações entre a política monetária e a estabilidade financeira. As perspetivas de estabilidade financeira permaneceram difíceis desde a última análise em dezembro de 2022. A maior restritividade das condições de financiamento eleva os custos de financiamento dos bancos e o risco de crédito dos empréstimos em dívida. Em conjugação com as recentes tensões no sistema bancário dos Estados Unidos, estes fatores podem gerar tensão sistémica e reduzir o crescimento económico no curto prazo. Outro fator que pesa sobre a resiliência do setor financeiro é o abrandamento dos mercados imobiliários, que pode ser amplificado pelos custos de endividamento mais elevados e por uma subida do desemprego. Ao mesmo tempo, os bancos da área do euro têm fortes posições de capital e de liquidez, que mitigam estes riscos para a estabilidade financeira. A política macroprudencial permanece a primeira linha de defesa contra a acumulação de vulnerabilidades financeiras.

Decisões de política monetária

Na reunião de 15 de junho de 2023, o Conselho do BCE decidiu aumentar as três taxas de juro diretoras do BCE em 25 pontos base. Por conseguinte, 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, respetivamente, 4,00%, 4,25% e 3,50%, com efeitos a partir de 21 de junho de 2023.

A carteira do APP está a diminuir a um ritmo comedido e previsível, dado que o Eurosistema não reinveste 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 de junho de 2023. O Conselho do BCE descontinuará os reinvestimentos ao abrigo do APP a partir de julho de 2023.

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 vencidos 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 contexto das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas, o Conselho do BCE avaliará regularmente a forma como estas operações e a continuação do reembolso das mesmas estão a contribuir para a sua orientação da política monetária.

Conclusão

A inflação tem vindo a descer, mas as projeções indicam que permanecerá demasiado elevada durante demasiado tempo. Por conseguinte, o Conselho do BCE decidiu na reunião de 15 de junho de 2023 aumentar as três taxas de juro diretoras do BCE em 25 pontos base, dada a sua determinação em assegurar que a inflação regresse atempadamente ao seu objetivo de médio prazo de 2%.

As futuras decisões do Conselho do BCE assegurarão que as taxas de juro diretoras do BCE sejam conduzidas para níveis suficientemente restritivos para conseguir um retorno atempado da inflação ao seu objetivo de médio prazo de 2% e sejam mantidas nesses níveis enquanto for necessário. O Conselho do BCE continuará a seguir uma abordagem dependente dos dados na determinação do nível e duração adequados da restritividade. Mais especificamente, as suas decisões sobre as taxas de juro continuarão a basear-se na sua avaliação das perspetivas de inflação, à luz dos dados económicos e financeiros que forem sendo disponibilizados, da dinâmica da inflação subjacente e da força da transmissão da política monetária.

De qualquer forma, o Conselho do BCE está preparado para ajustar todos os seus instrumentos, no âmbito do seu mandato, com vista a assegurar que a inflação regresse ao seu objetivo de médio prazo e preservar o bom funcionamento da transmissão da política monetária.

1 Conjuntura externa

A economia mundial começou este ano numa posição mais sólida do que no quarto trimestre de 2022, graças à reabertura da economia chinesa e à resiliência dos mercados de trabalho nos Estados Unidos. A atividade mundial foi impulsionada sobretudo pelo setor dos serviços, enquanto a produção na indústria transformadora permanece relativamente moderada. As repercussões da turbulência no setor bancário dos Estados Unidos em inícios de março conduziram a um breve período de forte tensão nos mercados financeiros mundiais. Desde então, a maior parte dos preços dos ativos recuperou face às perdas registadas durante esse período, enquanto os participantes nos mercados financeiros também reviram em baixa as suas expectativas quanto à futura trajetória de aumento da restritividade da política monetária pelo Sistema de Reserva Federal. No entanto, a incerteza persistente está a contribuir para os fatores adversos ao crescimento mundial, incluindo a inflação elevada, a maior restritividade das condições financeiras mundiais e as tensões geopolíticas. Neste contexto, as perspetivas para o crescimento e a inflação a nível mundial nas projeções macroeconómicas de junho de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema permanecem globalmente inalteradas em comparação com o exercício de março de 2023 elaborado por especialistas do BCE. A pequena revisão em alta do crescimento mundial em 2023 está relacionada sobretudo com a recuperação mais forte do que o anteriormente esperado da procura na China no primeiro trimestre, a qual foi parcialmente contrabalançada pelo impacto adverso de condições financeiras e de crédito mais restritivas nos Estados Unidos e noutras economias avançadas. As perspetivas de inflação foram revistas ligeiramente em alta para 2024, num contexto de mercados de trabalho restritivos e de um crescimento ainda elevado dos salários nas economias avançadas, ao passo que a redução dos preços das matérias-primas explica uma pequena revisão em baixa da inflação projetada para 2023. Projeta-se que o comércio mundial cresça a um ritmo muito mais lento do que o PIB real este ano, dado que a composição da procura mundial passou a estar menos assente no comércio. As perspetivas para o comércio mundial para 2023 foram revistas em baixa, embora em grande medida devido a consideráveis efeitos de repercussão negativos do quarto trimestre de 2022 e a fracos resultados nas principais economias no primeiro trimestre.

A economia mundial começou este ano numa posição mais sólida do que no quarto trimestre de 2022, graças à reabertura da economia chinesa e à resiliência dos mercados de trabalho nos Estados Unidos. Os dados provenientes destes países têm surpreendido em alta desde o início do ano. Estas surpresas estão relacionadas com uma recuperação da procura mais forte e mais cedo do que o esperado na China, uma vez que as perturbações relacionadas com a pandemia acabaram por ser de curta duração. Nos Estados Unidos, a resiliência dos mercados de trabalho num contexto de aumento significativo da restritividade da política monetária está a sustentar a procura por parte dos consumidores. A atividade foi impulsionada sobretudo pelo setor dos serviços, enquanto a produção na indústria transformadora se manteve relativamente moderada (gráfico 1).

Estima-se que o crescimento mundial no primeiro trimestre tenha aumentado para 0,9%, face a 0,5% no trimestre anterior, situando-se 0,2 pontos percentuais acima das projeções de março¹.

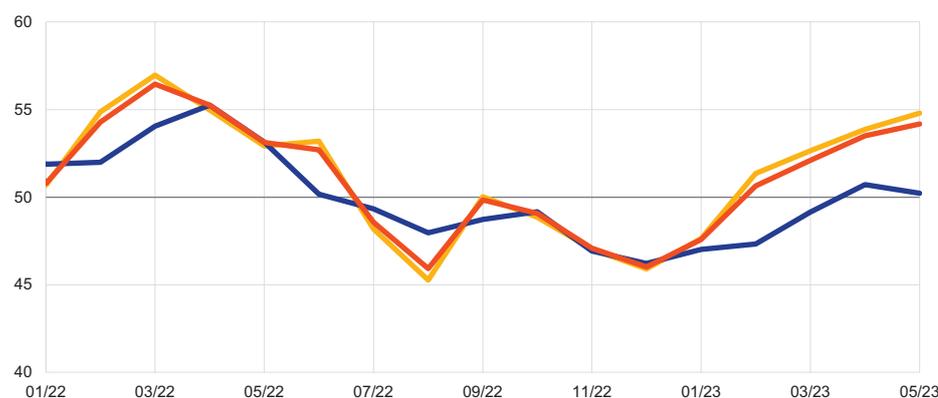
Gráfico 1

Índice de Gestores de Compras (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)

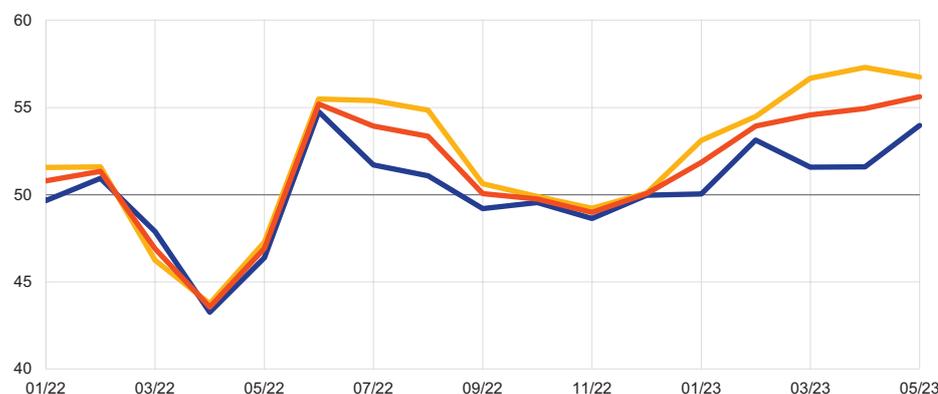
— Serviços
— Indústria transformadora
— Compósito



b) Economias de mercado emergentes

(índices de difusão)

— Serviços
— Indústria transformadora
— Compósito



Fontes: S&P Global Market Intelligence e cálculos de especialistas do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a maio de 2023.

Embora a forte tensão financeira nos mercados financeiros mundiais desencadeada pelas tensões no setor bancário dos Estados Unidos tenha diminuído, a incerteza permanece elevada. As repercussões da turbulência no setor bancário dos Estados Unidos conduziram a um curto período de forte tensão nos mercados financeiros mundiais. Desde então, a maioria das classes de ativos, à exceção dos *stocks* financeiros, recuperou face às perdas registadas durante este

¹ Dado que esta secção se centra na evolução da conjuntura mundial, todas as referências a indicadores económicos agregados mundiais e/ou globais excluem a área do euro.

período, enquanto os participantes nos mercados financeiros também reviram em baixa as suas expectativas quanto à futura trajetória de aumento da restritividade da política monetária pelo Sistema de Reserva Federal. A elevada incerteza relacionada com os desenvolvimentos no setor bancário dos Estados Unidos está a contribuir para os fatores adversos ao crescimento mundial, incluindo a inflação elevada, a maior restritividade das condições financeiras e a elevada incerteza geopolítica. De facto, dados mais recentes sugerem que o crescimento mundial tem vindo recentemente a perder dinamismo.

As perspetivas para o crescimento e a inflação a nível mundial permanecem globalmente inalteradas em comparação com as projeções de março de 2023.

Prevê-se que a economia mundial cresça 3,1% no corrente ano e no próximo, antes de acelerar ligeiramente para 3,3% em 2025. O crescimento foi revisto ligeiramente em alta para 2023 (em 0,1 pontos percentuais), ligeiramente em baixa para 2024 (em 0,1 pontos percentuais) e permanece inalterado para 2025. A recuperação mais forte do que o anteriormente esperado da procura na China no primeiro trimestre do ano é um fator essencial que explica a revisão em alta do crescimento mundial em 2023, ao passo que as perspetivas de crescimento mundial foram revistas ligeiramente em baixa no curto prazo. O crescimento mundial em 2024 ligeiramente mais lento do que o anteriormente projetado está relacionado com o impacto de condições financeiras e de crédito mais restritivas nos Estados Unidos e noutras economias avançadas.

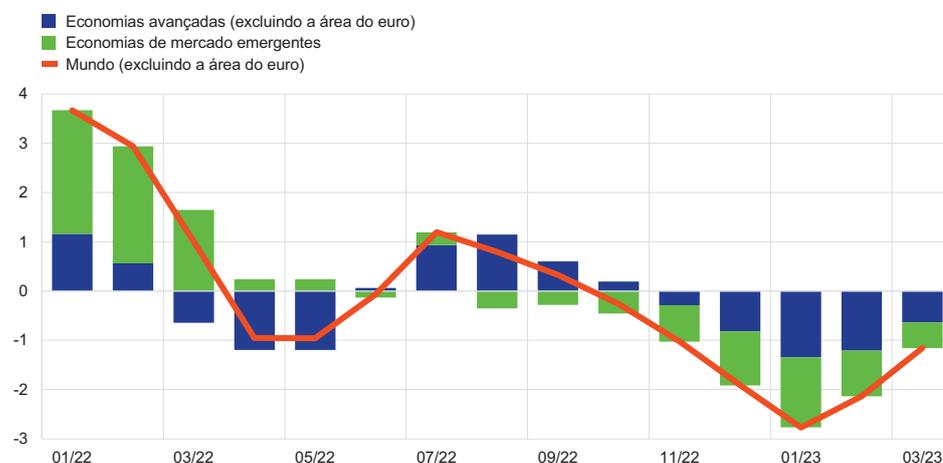
Uma vez que a atividade mundial está a ser predominantemente impulsionada pelo setor dos serviços, que está menos assente no comércio do que o setor da indústria transformadora, o comércio mundial permanece fraco.

A dissociação entre atividade e comércio pode ser explicada por três efeitos compostos na composição, uma vez que a atividade está a ser impulsionada por geografias (economias de mercado emergentes), componentes da procura (consumo) e produtos (serviços) menos assentes no comércio. Espera-se que os efeitos de composição negativos pesem sobre o comércio mundial no curto prazo, mas prevê-se que o seu impacto se dissipe gradualmente depois disso. Ao mesmo tempo, o aumento esperado da procura de serviços transacionáveis, como o turismo, que continua a recuperar após a pandemia, a melhoria em curso dos estrangulamentos no abastecimento e a normalização do ciclo de existências a nível mundial deverão apoiar o comércio mundial. Com efeito, os dados e estimativas mais recentes sugerem que o dinamismo do crescimento do comércio mundial de bens já se tornou menos negativo, prevendo-se que melhore gradualmente no futuro (gráfico 2).

Gráfico 2

Dinamismo do comércio de mercadorias

(importações reais, taxas de variação (%) trimestrais em cadeia)



Fontes: CPB e cálculos de especialistas do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a março de 2023.

Projeta-se que o comércio mundial cresça a um ritmo muito mais lento do que o PIB real este ano, uma vez que a composição da procura mundial passou a estar menos assente no comércio.

Projeta-se que as importações mundiais cresçam 1,3% em 2023 – um ritmo muito lento em comparação com a sua média de longo prazo (4,8%) e também em relação ao crescimento mundial. Em termos prospetivos, projeta-se que o comércio mundial aumente 3,4% tanto em 2024 como em 2025. A elasticidade implícita do comércio – o rácio do crescimento real das importações mundiais em relação ao crescimento real do PIB mundial – ao longo do horizonte de projeção está próximo da unidade. Tal está em consonância com a elasticidade do comércio observada na década anterior à pandemia, mas muito inferior ao valor registado durante o período da pandemia. A procura externa da área do euro está a seguir uma trajetória semelhante, crescendo 0,5% este ano e aumentando para 3,1% em 2024 e 2025. As projeções para o comércio mundial e a procura externa da área do euro foram revistas em baixa para este ano, em grande parte devido a consideráveis efeitos de repercussão negativos de um desempenho no quarto trimestre de 2022 do comércio mais fraco do que o anteriormente estimado e também devido a resultados mais fracos no primeiro trimestre deste ano nas principais economias. No que respeita ao resto do horizonte de projeção, as projeções para o comércio estão globalmente em consonância com as projeções de março de 2023.

As pressões inflacionistas subjacentes na economia mundial permanecem fortes, enquanto as componentes dos produtos energéticos e dos produtos alimentares continuam a fazer baixar a inflação global.

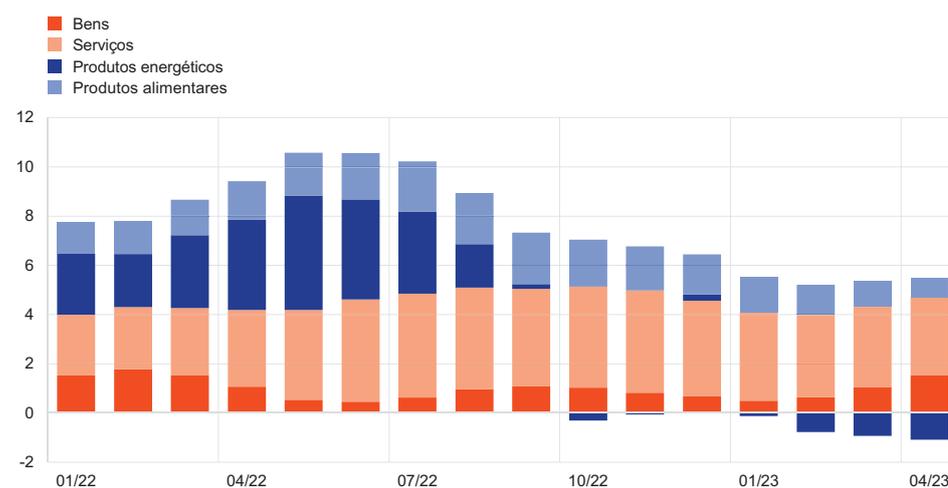
A inflação global medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) nos países da OCDE diminuiu para 7,4% em abril, face a 7,7% no mês anterior. Embora a inflação global continue a diminuir, graças à descida da inflação dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, a inflação subjacente manteve-se globalmente estável em 7,1%, e o respetivo dinamismo, medido como taxas de variação trimestrais em cadeia anualizadas, continuou a aumentar (gráfico 3, barras a vermelho e laranja). Tal sugere que as

pressões subjacentes sobre os preços na economia mundial permanecem fortes. Ainda que os preços dos bens transacionáveis continuem a normalizar-se, graças ao abrandamento das perturbações no abastecimento e à queda dos preços do transporte marítimo, é provável que a inflação permaneça elevada devido a uma componente de serviços mais persistente, refletindo condições restritivas no mercado de trabalho e um elevado crescimento dos salários, em especial nas economias avançadas. O crescimento dos preços das exportações dos concorrentes da área do euro (nas moedas nacionais) tem vindo a diminuir rapidamente desde o máximo atingido no segundo trimestre de 2022, devido a efeitos de base negativos para os preços das matérias-primas, e deverá continuar a fazê-lo no curto prazo, refletindo a evolução dos pressupostos técnicos. Os preços dos concorrentes deverão registar taxas de crescimento mais em consonância com as médias históricas ao longo do resto do horizonte de projeção, com a esperada dissipação das fortes pressões acumuladas a nível interno e externo.

Gráfico 3

Dinamismo da inflação global nos países da OCDE

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



Fontes: OCDE e cálculos do BCE.

Notas: Os contributos das respetivas componentes do dinamismo da inflação global nos países da OCDE apresentados no gráfico são determinados utilizando uma abordagem ascendente com base em dados nacionais disponíveis, que, em conjunto, representam 84% do agregado dos países da OCDE. A inflação dos bens essenciais subjacente é calculada como o valor residual do contributo do total dos bens menos o dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. As últimas observações referem-se a abril de 2023.

Os preços do petróleo bruto estão abaixo do indicado nas projeções de março, dado que as preocupações acerca do crescimento mundial contrabalançaram o impacto do corte na oferta da OPEP+.

A procura de petróleo nos países da OCDE no primeiro trimestre revelou-se mais fraca do que o previsto pela Agência Internacional de Energia (AIE) no início do ano. Além disso, a produção petrolífera russa foi superior ao esperado. Embora a maioria das exportações russas de petróleo bruto tenha sido destinada à China, à Índia e à Turquia, tal contribuiu para atenuar o impacto da procura mais forte da China nos preços a nível mundial após a sua reabertura. Além disso, preocupações acerca das perspetivas de crescimento mundial no contexto dos desenvolvimentos no setor bancário nos Estados Unidos aumentaram as pressões em sentido descendente sobre os preços do petróleo. Os preços do gás na Europa voltaram a descer para níveis mais próximos da média anterior à pandemia. Na sequência de um consumo

continuamente baixo e de uma substituição bem-sucedida do gás russo, a União Europeia (UE) entrou na época de reconstituição das suas existências de gás, com níveis de armazenamento historicamente elevados de 55%. Prorrogou igualmente o seu plano de poupança de gás até ao final de março de 2024, exigindo que os Estados-Membros reduzam o consumo de gás em 15% em relação à média de 2017-2021. Tal implica que, mesmo sem as importações de gás da Rússia, a UE parece estar no bom caminho para atingir o objetivo de armazenamento de 90% antes da próxima época de aquecimento a partir de novembro, e as importações de outros fornecedores de gás não terão de ser tão elevadas como no ano passado.

As condições financeiras mundiais tornaram-se ligeiramente mais restritivas nas economias avançadas e nas economias de mercado emergentes. Embora o sentimento mundial relativamente ao risco tenha estabilizado recentemente, após um breve período de fortes tensões desencadeadas pelo colapso do Silicon Valley Bank no início de março, a incerteza permanece elevada. Nos Estados Unidos, o aumento da restritividade das condições financeiras desde as projeções de março reflete principalmente diferenciais de obrigações de empresas mais alargados, com um ligeiro contributo da subida das taxas de rendibilidade de curto prazo. No geral, os mercados financeiros mundiais parecem cautelosamente otimistas, apesar da incerteza persistente. Ao mesmo tempo, as expectativas do mercado em relação à maior restritividade da política monetária dos Estados Unidos aumentaram ligeiramente, à medida que se reduzem as fortes tensões no setor bancário desse país, embora permaneçam ainda abaixo dos seus níveis no início de março.

Nos Estados Unidos, espera-se que o PIB real desacelere no primeiro semestre deste ano, seguido de uma recuperação modesta. O crescimento do consumo das famílias deverá manter-se positivo graças à resiliência do mercado de trabalho. O aumento da restritividade das condições financeiras conduziu a uma diminuição do investimento não residencial, que agora se prevê que prossiga ao longo de 2023, enquanto se espera que a incerteza persistente conduza a um aumento adicional da restritividade dos critérios de concessão de crédito, travando ainda mais o crescimento. O acordo para suspender o limite máximo da dívida pública dos Estados Unidos até janeiro de 2025 atenuou a incerteza nos mercados financeiros. O acordo reduz ligeiramente as despesas não relacionadas com a defesa, mantendo inalteradas as despesas com a defesa, bem como as despesas autorizadas com a segurança social e a saúde. A inflação global medida pelo IPC situou-se em 4,9% em abril, enquanto a inflação subjacente, de 5,5%, permanece elevada e persistente. Os serviços são a principal fonte de persistência da inflação, devido à rigidez dos preços dos serviços protegidos e à moderação lenta do crescimento elevado dos salários. Além disso, a inflação dos bens voltou a aumentar pelo segundo mês consecutivo, num contexto de outra subida considerável dos preços dos novos veículos automóveis e de um menor contributo negativo dos veículos usados e pesados.

A recuperação impulsionada pelo consumo na China prossegue, mas parece estar a perder vigor. Após a rápida recuperação das despesas de consumo no seguimento da reabertura da economia, o dinamismo da recuperação tem vindo a abrandar no segundo trimestre e a recuperação impulsionada pelos serviços e pelo consumo não se repercutiu na indústria transformadora. O IGC relativo ao

setor dos serviços aponta para um forte crescimento, enquanto o IGC relativo ao setor da indústria transformadora diminuiu ligeiramente para níveis contracionistas. As vendas a retalho em abril aumentaram fortemente em termos homólogos, mas este aumento reflete sobretudo uma base de comparação baixa devido aos confinamentos generalizados em Xangai no ano passado. O dinamismo do crescimento das vendas a retalho desacelerou e os dados de alta frequência sugerem que esta tendência prosseguiu em maio. Após sinais de uma recuperação incipiente, a atividade no mercado da habitação registou um retrocesso. Em especial, o investimento em habitação diminuiu significativamente e as vendas de habitação, que quase tinham deixado de diminuir em termos homólogos em março, voltaram a contrair-se. O enfraquecimento contínuo do mercado da habitação continua a travar a economia. O crescimento dos preços da habitação abrandou em abril, refreando a confiança dos consumidores. A inflação global homóloga medida pelo IPC abrandou para 0,1% em abril, o valor mais baixo em quase dois anos, conduzida por descidas acentuadas das componentes dos produtos alimentares e energéticos. A inflação subjacente (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) manteve-se estável em 0,7%.

No Japão, espera-se que a atividade económica continue a expandir-se a um ritmo moderado, apoiada pela procura latente e pelo apoio em curso em termos de políticas. O PIB real cresceu no primeiro trimestre de 2023, refletindo a dinâmica de reabertura, e espera-se que continue a aumentar a um ritmo moderado. O IGC relativo ao setor dos serviços voltou a aumentar para níveis muito elevados em maio, tendo as empresas citado a diminuição das perturbações relacionadas com o coronavírus (COVID-19) e a retoma do turismo interno e externo como fatores fundamentais subjacentes ao forte dinamismo de crescimento no setor, enquanto a atividade na indústria transformadora permanece moderada. A inflação manteve-se relativamente elevada em abril e a inflação global medida pelo IPC aumentou para 3,5%. A inflação subjacente medida pelo IPC (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) também continuou a subir, situando-se em 2,5%. Os indicadores mais recentes sobre as negociações salariais da primavera anuais continuam a apontar para aumentos salariais significativos em relação às médias históricas.

No Reino Unido, a economia deverá evitar uma recessão em 2023, apesar da persistência de fatores adversos ao crescimento. Estes estão relacionados com a inflação dos preços no consumidor ainda elevada que pesa sobre o rendimento disponível, com o aumento dos custos de contração de empréstimos e com a correção no mercado da habitação. Embora as perspetivas de crescimento no curto prazo sejam menos adversas do que o anteriormente esperado, espera-se que a atividade económica apresente um movimento lateral. A inflação global medida pelo IPC atingiu um pico no quarto trimestre de 2022 e foi revista significativamente em baixa para este ano em comparação com as projeções de março de 2023, devido à prorrogação da garantia relativamente aos preços dos produtos energéticos incorporada no orçamento da primavera. No entanto, espera-se que a inflação global permaneça elevada, uma vez que os mercados de trabalho restritivos e as fortes pressões salariais contribuem para a persistência da inflação interna.

2 Atividade económica

A economia da área do euro estagnou nos últimos meses. Tal como no quarto trimestre do ano passado, diminuiu 0,1% no primeiro trimestre de 2023, num contexto de queda do consumo público e privado. O crescimento económico deverá manter-se fraco no curto prazo, mas registar um fortalecimento no decurso do ano, com a descida da inflação e a continuação do abrandamento das perturbações no abastecimento. As condições nos diferentes setores da economia são desiguais: a indústria transformadora continua a enfraquecer, em parte devido à menor procura mundial e às condições de financiamento mais restritivas na área do euro, enquanto os serviços permanecem resilientes. O mercado de trabalho continua a ser uma fonte de força. No primeiro trimestre do ano, foram criados quase um milhão de novos postos de trabalho e a taxa de desemprego situou-se num mínimo histórico de 6,5% em abril. O número médio de horas trabalhadas também aumentou, apesar de ainda ser um pouco inferior ao nível pré-pandemia.

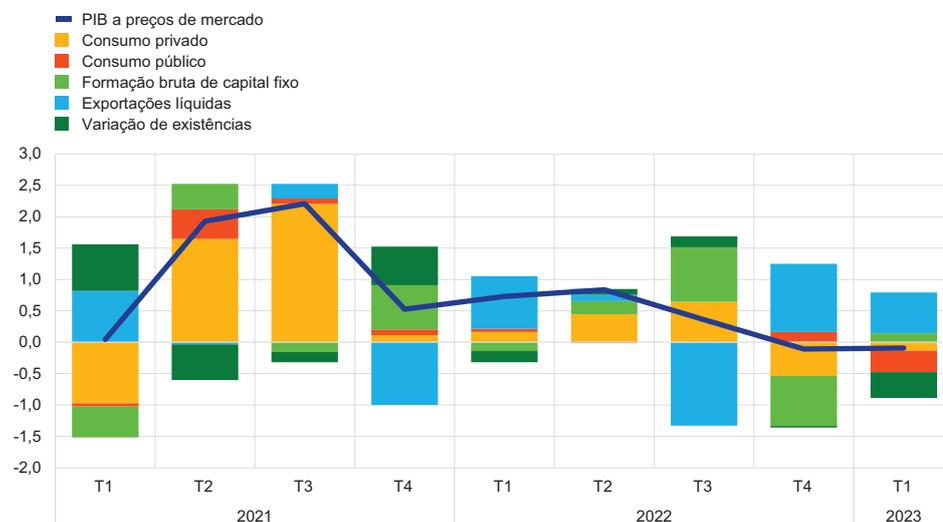
Estas perspetivas encontram-se globalmente refletidas nas projeções macroeconómicas de junho de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, as quais indicam que o crescimento do PIB real anual abrandará para 0,9% neste ano, recuperando depois para 1,5% em 2024 e 1,6% em 2025. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para o crescimento foram revistas em baixa, em 0,1 pontos percentuais, para 2023 e 2024, não tendo, porém, sido objeto de revisão no que respeita a 2025. As perspetivas para o crescimento económico mantêm-se altamente incertas.

A economia da área do euro registou uma ligeira contração no primeiro trimestre de 2023. De acordo com dados revistos do Eurostat, o PIB real da área do euro diminuiu 0,1% no primeiro trimestre de 2023, após uma descida idêntica no último trimestre de 2022. Isto apesar de o PIB real ser apoiado por preços mais baixos dos produtos energéticos, pelo abrandamento dos estrangulamentos no abastecimento e pela política orçamental. A desagregação da despesa apresenta contributos positivos do comércio líquido e do investimento (gráfico 4). Contudo, tal foi compensado por contributos negativos do consumo público e privado e da variação de existências. Em termos trimestrais em cadeia, o PIB aumentou 0,6% em Itália, 0,5% em Espanha e 0,2% em França, tendo descido 0,3% na Alemanha e 0,7% nos Países Baixos. O fraco resultado para a área do euro é também explicado, em parte, por uma descida particularmente forte do PIB da Irlanda (-4,6%), o que, de novo, está relacionado com a evolução dos setores em que predominam as multinacionais. O valor acrescentado bruto aumentou 0,2% no primeiro trimestre, refletindo um aumento robusto do produto na construção e nos serviços, em paralelo com uma descida do valor acrescentado na indústria. A diferença relativamente grande entre o crescimento do PIB e do valor acrescentado ficou a dever-se a uma descida pronunciada dos impostos líquidos sobre os produtos, resultante, em grande medida, do aumento dos subsídios sobre os produtos energéticos.

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 primeiro trimestre de 2023.

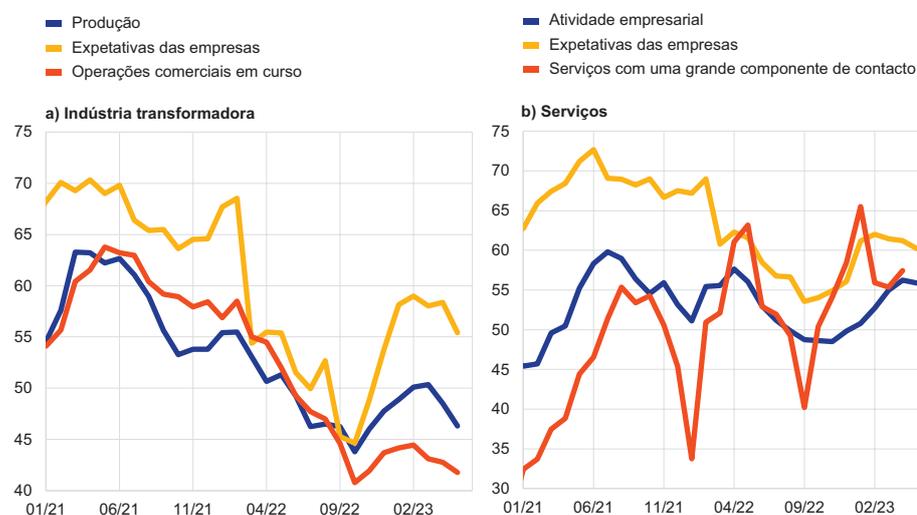
O produto da área do euro deverá apresentar um aumento moderado no segundo trimestre de 2023, impulsionado sobretudo pelo setor dos serviços.

Os dados de inquéritos que têm vindo a ser disponibilizados sugerem que a economia da área do euro poderá ter registado uma expansão modesta no segundo trimestre do ano. O Índice de Gestores de Compras (IGC) composto do produto para a área do euro situou-se em 52,8 em maio, ou seja, acima do resultado do primeiro trimestre e da sua média de longo prazo. Contudo, este sinal de crescimento oculta uma recuperação a duas velocidades. O índice do produto para a indústria transformadora, que diminuiu durante dois meses consecutivos, situou-se em 46,4 em maio, indicando que o produto poderá voltar a cair (gráfico 5, painel a). Os últimos resultados do IGC apontam também para uma queda das expectativas quanto à produção futura e para uma queda das encomendas em atraso. Ao mesmo tempo, o índice da atividade empresarial no setor dos serviços situou-se em 55,1, face a 52,8 no primeiro trimestre, indicando a continuação da expansão da atividade (gráfico 5, painel b). Esta melhoria é, em parte, explicada pela retoma da procura de serviços com uma grande componente de contacto após o alívio das restrições relacionadas com a COVID-19. As novas encomendas também estão a aumentar no setor, bem como as expectativas de continuação do crescimento, embora a uma velocidade decrescente.

Gráfico 5

Indicadores do IGC entre setores da economia

(índices de difusão)



Fonte: S&P Global.

Nota: As últimas observações referem-se a abril de 2023 para os serviços com uma grande componente de contacto e a maio de 2023 para todas as outras rubricas.

O mercado de trabalho continuou a expandir-se no primeiro trimestre de 2023 e manteve-se resiliente apesar da descida do PIB.

O emprego e o total de horas trabalhadas aumentaram 0,6% no primeiro trimestre de 2023. Desde o quarto trimestre de 2019, o emprego aumentou 2,9% e o total de horas trabalhadas aumentou 1,5% (gráfico 6). Tal implica uma descida de 1,6% da média de horas trabalhadas. Esta descida está, em parte, relacionada com a forte criação de emprego no setor público, o qual, em geral, apresenta uma menor média de horas trabalhadas em comparação com o total da economia e elevados níveis de baixa por doença. A população ativa continuou a crescer, permanecendo a principal fonte de criação de emprego. Após incrementos muito reduzidos da descida nos últimos trimestres, a taxa de desemprego situou-se em 6,5% em abril, registando uma descida de 0,2 pontos percentuais desde abril de 2022. A procura de mão de obra permanece forte, com a taxa de postos de trabalho por preencher praticamente estável em 3,0%, próximo do nível mais elevado registado desde o início da série.

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 primeiro trimestre de 2023 para o emprego, a maio de 2023 para a avaliação do IGC relativo ao emprego e a abril de 2023 para a taxa de desemprego.

Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho apontam para um crescimento contínuo do emprego no segundo trimestre de 2023. O indicador mensal do IGC compósito do emprego desceu de 54,5 em abril para 53,8 em maio, mantendo-se, ainda assim, significativamente acima do limiar de 50 que indica uma expansão do emprego. Este indicador tem estado em terreno expansionista desde fevereiro de 2021, tendo registado um pico em maio de 2022. A desaceleração global sugere uma moderação do crescimento do emprego. Analisando a evolução nos diferentes setores, este indicador aponta para um crescimento contínuo do emprego nos setores da indústria e, em particular, dos serviços e para uma ligeira diminuição no setor da construção.

O consumo privado registou uma contração no primeiro trimestre de 2023, num contexto de queda da despesa em bens. A manutenção da inflação elevada e a incerteza persistente continuaram a atenuar o rendimento disponível e a encorajar a poupança no início de 2023. Neste contexto, o consumo privado registou uma contração de 0,3% no primeiro trimestre, impulsionada por uma redução da despesa em bens (gráfico 7, painel a). Em termos trimestrais em cadeia, as vendas a retalho caíram 0,2% no primeiro trimestre de 2023 e estagnaram em abril de 2023, enquanto os novos registos de automóveis ligeiros de passageiros caíram 3,8% nos primeiros três meses de 2023, seguindo-se uma nova descida mensal de 1,1% em abril. Em contraste, o consumo de serviços pelas famílias aumentou, beneficiando ainda de efeitos de reabertura remanescentes.

Os dados que têm vindo a ser disponibilizados fornecem sinais de uma recuperação modesta das despesas de consumo.

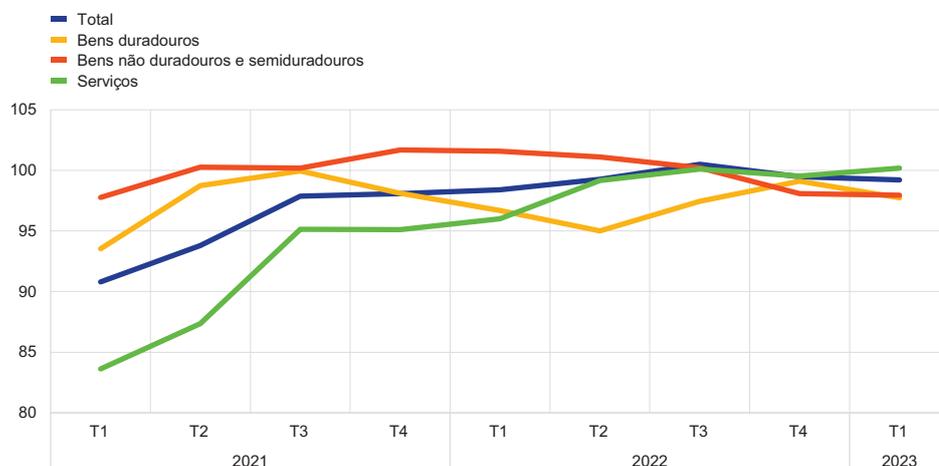
O indicador da Comissão Europeia relativo à confiança dos consumidores recuperou em abril, com base sobretudo na melhoria das expectativas quanto às perspetivas económicas gerais e à situação financeira das famílias. No entanto, estabilizou em maio, permanecendo num nível baixo. As perspetivas para os serviços de consumo continuam a ser mais fortes do que as dos bens, tendo o indicador da Comissão Europeia relativo à procura esperada de serviços com uma grande componente de contacto permanecido acima da sua média histórica em abril e maio, apesar de uma ligeira descida. Em contraste, as grandes compras esperadas dos consumidores e a atividade empresarial esperada do comércio a retalho deterioraram-se em maio, tendo permanecido abaixo das médias históricas (gráfico 7, painel b). Da mesma forma, o inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores (*Consumer Expectations Survey* – CES), realizado em abril, aponta para um aumento das reservas de férias esperadas, mas não se altera nas aquisições esperadas de eletrodomésticos, mantendo-se estas últimas num nível baixo e confirmando a dicotomia em curso entre a procura de serviços e a procura de bens. A transmissão de condições de financiamento mais restritivas à economia real provavelmente reduziria o endividamento das famílias, aumentaria as poupanças e atenuaria as despesas de consumo. Os dados mais recentes do CES sugerem que uma percentagem crescente de famílias com uma hipoteca com taxa ajustável espera atrasar-se no reembolso da dívida.

Gráfico 7

Indicadores do consumo privado real

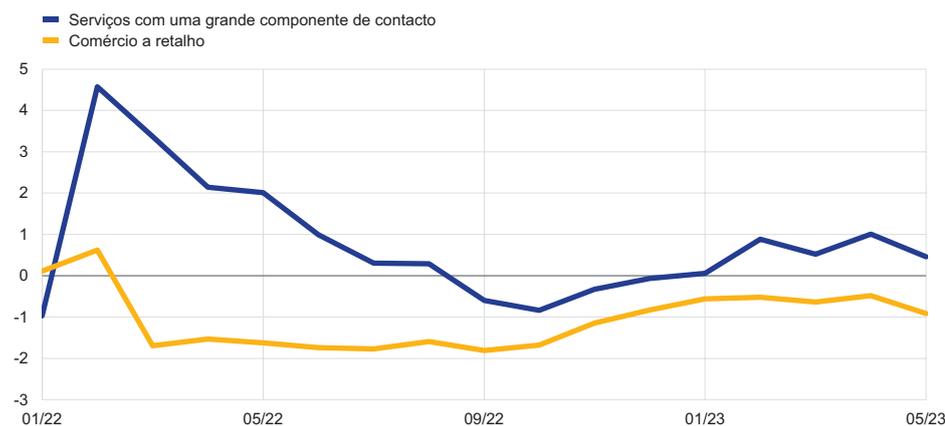
a) Componentes do consumo privado real

(índices: quarto trimestre de 2019 = 100)



b) Expetativas das empresas quanto à procura e à atividade empresarial

(saldos harmonizados em percentagem)



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia (Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros) e cálculos do BCE.

Notas: Para o painel b), a procura esperada de serviços com uma grande componente de contacto nos próximos três meses é harmonizada no período de 2005 a 2019, enquanto a situação empresarial esperada do comércio a retalho nos próximos três meses é harmonizada no período de 1985 a 2019. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2023 para o painel a) e a maio de 2023 para o painel b).

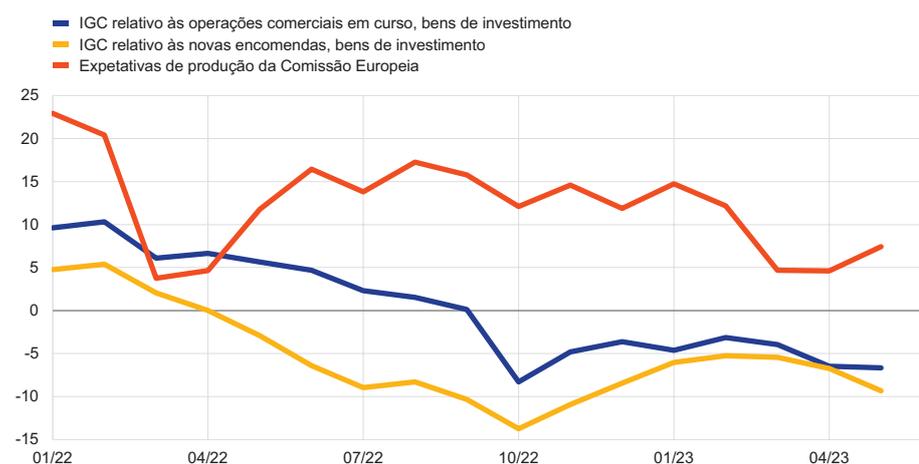
O investimento empresarial aumentou no início de 2023, após uma contração no quarto trimestre de 2022. O investimento global em outros setores exceto construção, em termos trimestrais em cadeia, aumentou 0,1% no primeiro trimestre de 2023. No entanto, este valor seria mais elevado se fosse excluída a contribuição volátil do investimento intangível na Irlanda. Espera-se que o investimento empresarial tenha enfraquecido no presente trimestre. A produção de bens de investimento diminuiu fortemente em março, implicando um efeito de repercussão negativo no segundo trimestre. As carteiras de encomendas, a confiança na indústria transformadora, as operações comerciais em curso e as expetativas de produção no setor dos bens de investimento diminuíram globalmente no segundo trimestre (gráfico 8). Um novo índice de sentimento relativo aos lucros das empresas com base nas teleconferências de apresentação de resultados de grandes empresas da área do euro mostra que, apesar de terem registado uma

descida face aos valores elevados dos últimos anos, os lucros das empresas ainda são relativamente robustos². Tal deverá mitigar o efeito crescente do aumento do custo dos empréstimos e da maior restritividade dos critérios de concessão de crédito sobre o investimento empresarial. O inquérito bianual da Comissão Europeia às intenções de investimento, publicado em 27 de abril de 2023, sugere um melhor equilíbrio de pontos de vista (respostas positivas menos respostas negativas) em comparação com o inquérito de outubro de 2022. Os resultados do inquérito implicam um crescimento positivo dos planos de investimento para 2023 tanto no setor da indústria transformadora como dos serviços. Regista-se o maior equilíbrio em setores de serviços como as telecomunicações e as infraestruturas, que se caracterizam por necessidades de investimento a mais longo prazo relacionadas com a digitalização ou a transição energética e que são apoiados pelo programa “Next Generation EU”. O inquérito também aponta para uma expansão generalizada do investimento em máquinas e ativos intangíveis, a qual poderá ainda ocorrer este ano.

Gráfico 8

Indicadores de curto prazo relativos ao setor dos bens de investimento

(desvios em relação às médias)



Fontes: Markit, Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: Os indicadores do IGC são mostrados como desvios face ao limiar de não crescimento de 50. O indicador da Comissão Europeia relativo às expectativas de produção é calculado como um desvio em relação à média de longo prazo. As últimas observações referem-se a maio de 2023.

O investimento em habitação aumentou no primeiro trimestre de 2023, mas deverá voltar a contrair no curto prazo.

Em termos trimestrais em cadeia, o investimento em habitação aumentou 1,3% no primeiro trimestre de 2023, após uma queda de 1,6% no quarto trimestre de 2022. Este aumento deveu-se, provavelmente, a condições meteorológicas favoráveis, conjugadas com uma acumulação de encomendas saudável nas empresas. Esta última reflete-se na manutenção do tempo de funcionamento necessário para as atuais encomendas em atraso em níveis próximo do máximo histórico entre janeiro e abril, de acordo com o inquérito trimestral da Comissão Europeia. Em média, o produto no setor da construção de edifícios aumentou significativamente no primeiro trimestre, mas

² Ver a caixa intitulada “Teleconferências de apresentação de resultados: novos dados sobre lucros, investimento e condições de financiamento das empresas” na presente edição do *Boletim Económico*.

registou uma queda acentuada em março, sugerindo um ponto de partida fraco para o segundo trimestre de 2023. Além disso, o indicador da Comissão Europeia relativo à atividade de construção de edifícios dos últimos três meses desceu acentuadamente, em média, em abril e maio, em comparação com a média do primeiro trimestre. Acresce que o IGC para a construção residencial voltou a cair para níveis contracionistas. Com a procura a descer, os estrangulamentos no abastecimento, como a escassez de materiais e prazos de entrega mais longos, estão a diminuir consideravelmente, com o número de transações de imóveis residenciais a registar quedas de dois dígitos, em termos homólogos, em muitos países no quarto trimestre de 2022. O sentimento, medido pelo inquérito trimestral da Comissão Europeia sobre as intenções das famílias de renovar, comprar ou construir uma casa, melhorou ligeiramente entre janeiro e abril, mas ainda permanece em níveis reduzidos. A diminuição da procura deve-se ao aumento das taxas hipotecárias, o que, juntamente com a redução do rendimento real e os elevados preços da habitação, afeta a capacidade económica. Tal reflete-se também na descida significativa da procura de empréstimos para aquisição de habitação.

O crescimento dos volumes das exportações da área do euro continuou a ser moderado no primeiro trimestre, devido ao enfraquecimento da procura a nível mundial. As exportações de bens extra-área do euro caíram moderadamente no primeiro trimestre, com o enfraquecimento da procura externa mundial.

As exportações da indústria transformadora foram apoiadas pelo abrandamento dos estrangulamentos no abastecimento, enquanto os efeitos persistentes do choque sobre o aprovisionamento energético e da apreciação do euro contribuíram para o enfraquecimento das exportações. As exportações de serviços impulsionaram o total das exportações da área do euro. As importações da área do euro diminuíram acentuadamente no primeiro trimestre, refletindo um abrandamento da procura interna e uma diminuição das importações de produtos energéticos no contexto de um inverno ameno e de lojas abastecidas. Com a contração dos volumes de importações, o comércio líquido contribuiu positivamente para o crescimento do PIB no primeiro trimestre, apesar do crescimento moderado das exportações. Os termos de troca da área do euro continuaram a melhorar, à medida que os preços das importações de produtos energéticos continuaram a diminuir, o que contribuiu para um retorno rápido da balança corrente a um excedente no primeiro trimestre de 2023. Os indicadores prospetivos apontam para a continuação do enfraquecimento a curto prazo dos volumes das exportações da área do euro. Os prazos de entrega dos fornecedores continuaram a reduzir-se em maio e o desempenho das exportações deverá ser apoiado no curto prazo pela redução das carteiras de encomendas existentes, ainda elevadas em alguns dos principais setores. Contudo, as novas encomendas de exportações da indústria transformadora caíram para níveis ainda mais contracionistas, indicando a continuação de uma procura fraca de exportações de bens da área do euro. Ao mesmo tempo, o aumento das novas encomendas de exportações de serviços aponta para um dinamismo positivo nesse setor, com forte atividade nas viagens e nos transportes, bem como noutros serviços transacionáveis, tais como as tecnologias de informação e comunicação.

Para além do curto prazo, espera-se um fortalecimento gradual do crescimento do PIB. Nos próximos trimestres, a economia deverá retomar o crescimento, com a moderação dos preços dos produtos energéticos, o fortalecimento da procura

externa, a resolução dos estrangulamentos no abastecimento e a continuação da diminuição da incerteza – incluindo a relacionada com a recente tensão no setor bancário. Além disso, os rendimentos reais deverão melhorar, sustentados por um mercado de trabalho robusto, devendo o desemprego atingir novos mínimos históricos. Embora o aumento da restritividade da política monetária do BCE se vá repercutir cada vez mais na economia real, os efeitos atenuantes das condições de concessão de crédito mais restritivas deverão ser limitados. Em conjugação com a cessação gradual do apoio orçamental, tal pesará sobre o crescimento económico no médio prazo.

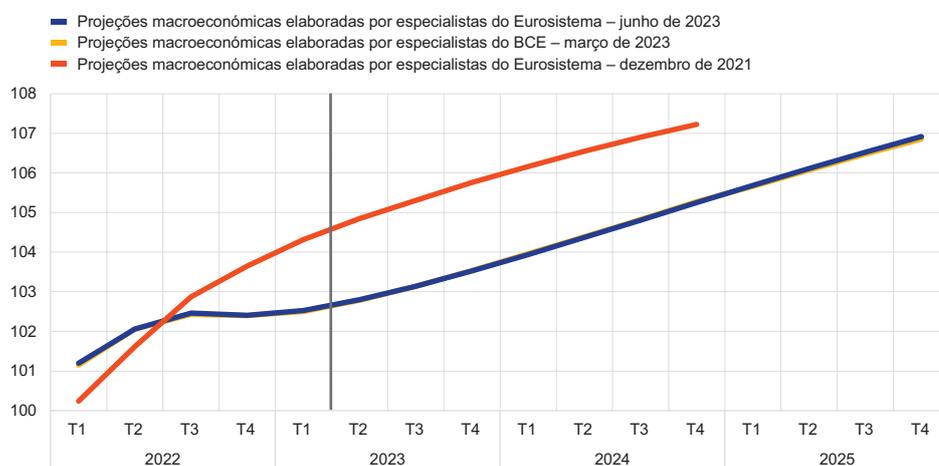
As projeções macroeconómicas de junho de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema indicam que o crescimento do PIB real anual abrandará para 0,9% em 2023 (face a 3,5% em 2022), recuperando subseqüentemente para 1,5% em 2024 e 1,6% em 2025 (gráfico 9).

Em comparação com as projeções de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em baixa em 0,1 pontos percentuais para 2023 e 2024, refletindo sobretudo condições de financiamento mais restritivas. O crescimento projetado do PIB em 2025 permanece inalterado, dado que os efeitos das condições de financiamento mais restritivas deverão ser parcialmente compensados pelos efeitos de um rendimento disponível real mais elevado e por uma menor incerteza.

Gráfico 9

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 – junho de 2023.
Nota: A linha vertical indica o início das projeções macroeconómicas de junho de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema.

3 Preços e custos

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação situou-se em 6,1% em maio de 2023, retomando a trajetória descendente que iniciou em outubro de 2022. Todas as principais subcomponentes – produtos energéticos, produtos alimentares, produtos industriais não energéticos e serviços – contribuíram para a descida da inflação global. As pressões sobre os preços mantiveram-se fortes, embora evidenciando alguns sinais preliminares de abrandamento, com os efeitos dos elevados custos dos produtos energéticos, dos estrangulamentos no abastecimento e da reabertura da economia a desvanecerem-se lentamente. As pressões salariais tornaram-se uma fonte de inflação cada vez mais importante, enquanto os lucros permaneceram relativamente elevados em setores com desequilíbrios entre a oferta e a procura. Os dados mais recentes disponíveis para os indicadores da inflação subjacente mostraram sinais preliminares de estabilização, embora ainda permaneçam em níveis elevados. Apesar de as medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo, na sua maioria, continuarem a situar-se em torno de 2%, alguns indicadores permaneceram elevados e justificam uma monitorização contínua. As projeções macroeconómicas de junho de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que a inflação global prossiga a sua trajetória descendente, atingindo, em média, 5,4% em 2023, 3,0% em 2024 e 2,2% em 2025.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC caiu para 6,1% em maio, retomando a anterior inversão após uma ligeira subida para 7,0% em abril, o que refletiu um efeito de base em sentido ascendente na inflação dos preços dos produtos energéticos (gráfico 10).

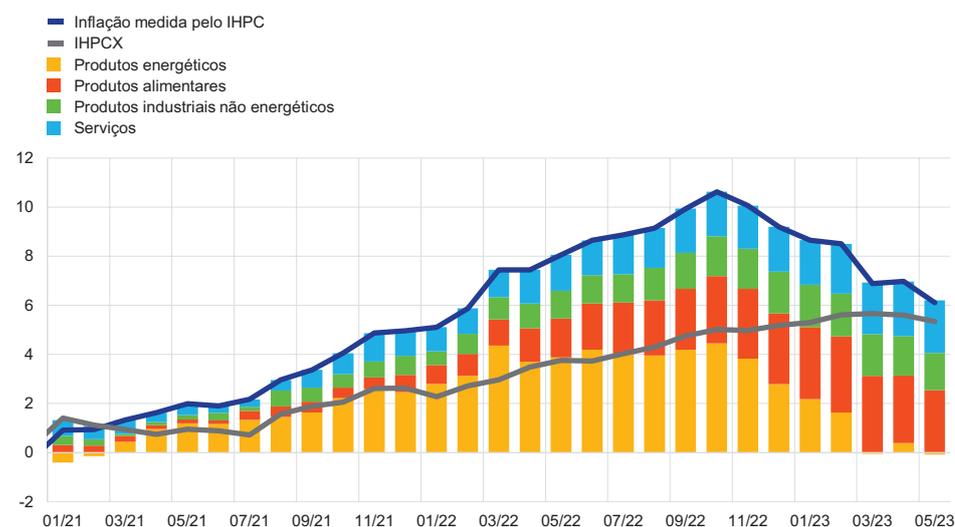
A descida em maio foi impulsionada por taxas de inflação mais baixas em todas as principais subcomponentes do IHPC (produtos energéticos, produtos alimentares, produtos industriais não energéticos e serviços). A inflação dos preços dos produtos energéticos desceu para -1,7% em maio, retomando assim a sua tendência descendente, depois de ter aumentado para 2,4% em abril, face a -0,9% em março. A descida global da inflação dos preços dos produtos energéticos nos últimos meses tem sido associada à queda dos preços por grosso do gás e da eletricidade. A inflação dos produtos alimentares voltou a cair, de 13,5% em abril para 12,5% em maio, em resultado de taxas mais baixas das componentes dos produtos alimentares não transformados e transformados. Esta evolução está em consonância com a moderação das pressões iminentes sobre os preços, à medida que os efeitos indiretos dos choques sobre os preços dos produtos energéticos e de outros choques sobre os custos se desvanecem. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) situou-se em 5,3%, face a 5,6% em abril, apresentando, assim, uma descida pelo segundo mês consecutivo. Esta diminuição resultou de taxas de inflação mais baixas quer para os serviços quer para os produtos industriais não energéticos. Estes últimos registaram nova descida, para 5,8% em maio, face a 6,2% em abril, provavelmente refletindo, em larga medida, o abrandamento das pressões em sentido ascendente no passado, resultantes de estrangulamentos no abastecimento e choques sobre os custos dos produtos energéticos.

Esta diminuição poderá também refletir uma rotação da procura após a pandemia de bens para serviços. A inflação dos preços dos serviços também desceu ligeiramente de 5,2% em abril para 5,0% em maio.

Gráfico 10

Inflação global e respetivas componentes principais

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a maio de 2023 (estimativas provisórias).

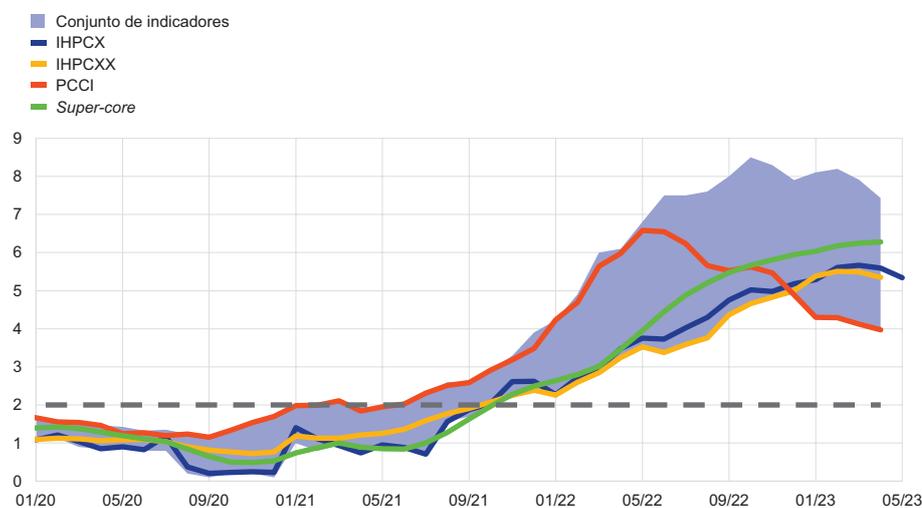
A maioria dos indicadores da inflação subjacente na área do euro mostra sinais preliminares de estabilização, embora ainda em níveis elevados e com a incerteza a manter-se elevada (gráfico 11). De acordo com os últimos dados disponíveis, a maioria dos indicadores da inflação subjacente apresentou uma ligeira descida das respetivas taxas de crescimento homólogas em abril. Além disso, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares registou uma nova descida para 5,3% em maio (publicação provisória), apoiando a expectativa de uma nova trajetória descendente da inflação subjacente.

Em comparação com o mês anterior, os únicos indicadores de inflação subjacente que ainda aumentaram em abril foram o indicador *super-core* (que inclui rubricas do IHPC sensíveis ao ciclo económico) e o indicador da inflação interna (que exclui rubricas com um elevado conteúdo importado). Esta evolução denota a prevalência de algumas pressões internas mais persistentes sobre os preços. Em conjunto com alguma transmissão desfasada de choques anteriores sobre os custos dos produtos energéticos e as cadeias de abastecimento, as taxas da inflação subjacente mantiveram-se, assim, elevadas. O intervalo de indicadores acompanhados estreitou-se em abril, mas manteve-se alargado face aos padrões históricos, indicando a manutenção de uma incerteza elevada.

Gráfico 11

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%, o PCCI e uma mediana ponderada. A linha tracejada a cinzento representa o objetivo de 2% do BCE no médio prazo. As últimas observações referem-se a maio de 2023 (estimativas provisórias) para o IHPCX e a abril de 2023 para os restantes indicadores.

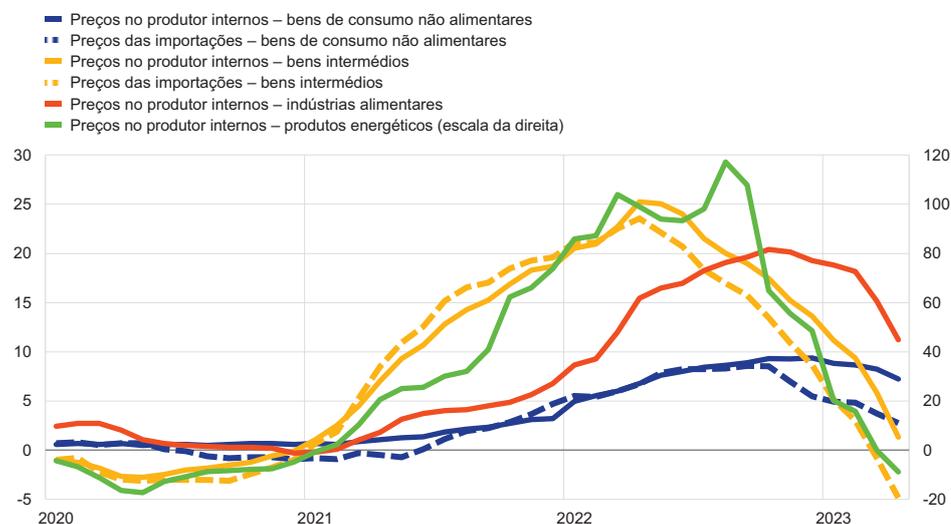
A acumulação de pressões continuou a abrandar, mas alguns indicadores permanecem em taxas historicamente elevadas, especialmente nas fases mais avançadas da cadeia de preços (gráfico 12).

Nas fases iniciais da cadeia de preços, as pressões sobre os preços continuaram a diminuir substancialmente em abril, com a inflação dos preços no produtor internos de bens intermédios a descer para 1,3%, face a 5,8% em março. A taxa de crescimento homóloga dos preços das importações de bens intermédios tornou-se mais negativa, caindo de -0,8% em março para -4,8% em abril, em parte devido à apreciação da taxa de câmbio do euro no outono de 2022. A diminuição do impacto dos choques sobre os preços dos produtos energéticos também se refletiu na inflação dos preços no produtor dos produtos energéticos, que entrou em terreno negativo em abril. Analisando as fases mais avançadas da cadeia de preços, a inflação dos preços no produtor internos de bens de consumo não alimentares desceu novamente em abril, de 8,2% em março para 7,2%. No entanto, mantém-se em níveis notavelmente elevados. No mesmo período, a taxa de crescimento homóloga dos preços das importações de bens de consumo não alimentares desceu para 2,8%, face a 3,7%. A continuação do abrandamento das pressões acumuladas sugere um desvanecimento do efeito cumulativo de anteriores choques sobre os preços. A taxa de crescimento homóloga dos preços no produtor dos produtos alimentares também desceu, com a inflação dos preços no produtor internos a situar-se em 11,2% em abril e a série equivalente para os preços das importações em 3,5%.

Gráfico 12

Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

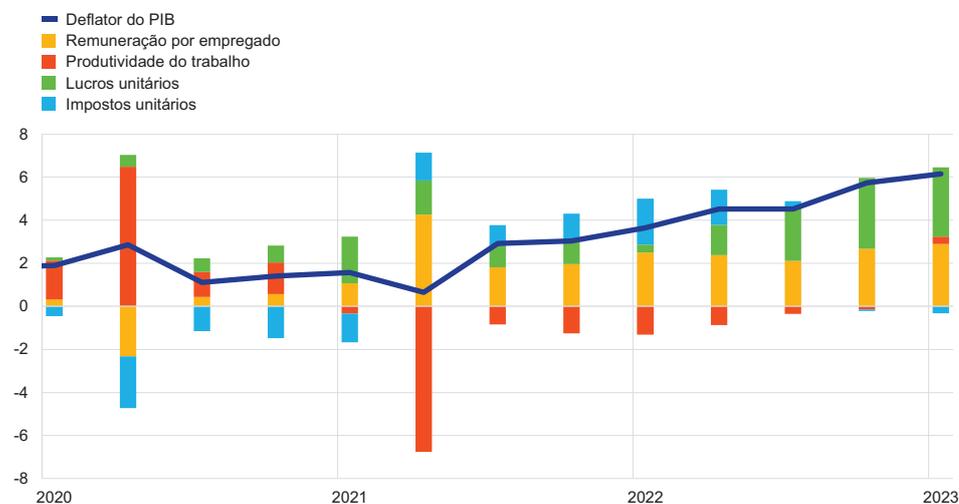
Nota: As últimas observações referem-se a abril de 2023.

As pressões internas sobre os custos, medidas pelo deflator do PIB, continuaram a aumentar no primeiro trimestre de 2023, em resultado da subida dos custos unitários do trabalho e dos lucros unitários (gráfico 13). A taxa de crescimento homóloga do deflator do PIB aumentou para 6,2% no primeiro trimestre de 2023, face a 5,8% no quarto trimestre de 2022, ultrapassando assim a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares. Quer os lucros unitários quer os custos unitários do trabalho contribuíram para cerca de metade da taxa de crescimento total do deflator do PIB, enquanto os impostos unitários tiveram um pequeno impacto em sentido descendente. O contributo dos lucros unitários para o deflator do PIB manteve-se elevado numa perspetiva histórica³. Tal implica que os desequilíbrios entre a oferta e a procura em alguns setores ainda não se dissiparam totalmente e que as empresas têm beneficiado de um ambiente favorável de fixação de preços, no qual os aumentos dos preços dos fatores de produção podem ser refletidos nos preços de venda. O aumento do crescimento dos custos unitários do trabalho resultou principalmente de uma diminuição da produtividade do trabalho, que caiu de 0,3% no último trimestre de 2022 para -0,6% no primeiro trimestre de 2023. Verificou-se também um contributo positivo do aumento do crescimento da remuneração por empregado, que aumentou de 4,8% para 5,2% ao longo do mesmo período. Observa-se ainda um fortalecimento das pressões salariais na taxa de crescimento dos salários acordados, que aumentou 4,3% no primeiro trimestre de 2023, face a 3,1% no trimestre anterior. Além disso, informações prospetivas provenientes de negociações salariais recentemente concluídas sugerem que as pressões salariais nominais permanecem fortes, especialmente quando se consideram também os pagamentos pontuais prevaletentes em acordos recentes em alguns países da área do euro.

³ Ver a caixa intitulada “Como é que os lucros unitários contribuíram para a recente intensificação das pressões internas sobre os preços na área do euro?”, na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico 13 Desagregação do deflator do PIB

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2023. Tanto a remuneração por empregado como a produtividade do trabalho contribuem para variações dos custos unitários do trabalho.

Os indicadores baseados em inquéritos das expectativas de inflação a mais longo prazo na área do euro mantêm-se, na sua maioria, em torno de 2%, ao passo que as medidas de compensação pela inflação aumentaram ligeiramente.

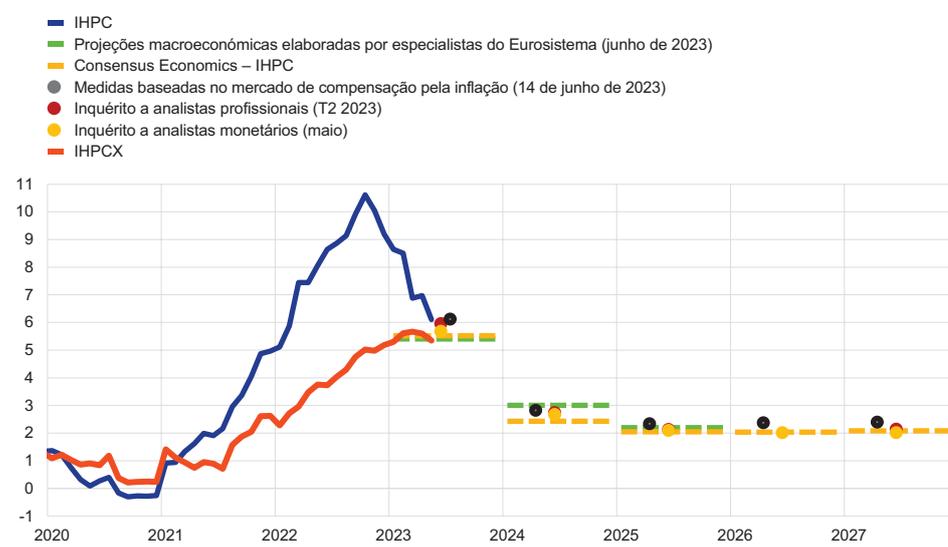
Os indicadores das expectativas de inflação a mais longo prazo baseados em inquéritos elaborados por analistas profissionais continuam a situar-se em torno do objetivo de 2% do BCE. No inquérito do BCE a analistas profissionais para o segundo trimestre de 2023, as expectativas médias de inflação a mais longo prazo (que se referem a 2027) mantiveram-se inalteradas em 2,1%, ao passo que o inquérito do BCE a analistas monetários para maio de 2023 apresentou expectativas a mais longo prazo de 2,0%, inalteradas face à divulgação de março. As medidas baseadas no mercado da compensação pela inflação (com base no IHPC excluindo o tabaco) aumentaram ligeiramente em todos os prazos ao longo do período em análise, que terminou em meados de junho, num contexto de maior incidência dos participantes no mercado sobre se existem elementos indiciadores de persistência da inflação subjacente dentro e fora da área do euro. As divulgações de dados mais baixos do que o esperado para a inflação subjacente e a inflação global na área do euro no final de maio não alteraram significativamente esta fixação de preços nos mercados a prazo. No curto prazo, a taxa de *swap* indexada à inflação a 1 ano com uma antecedência de 1 ano situou-se em 2,3% em meados de junho, ou seja, 15 pontos base acima do valor registado no início do período em análise em meados de março. No longo prazo, a taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos também terminou o período em análise quase 15 pontos base acima, oscilando em torno de 2,5%. Contudo, é de salientar que as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação não são um indicador direto das verdadeiras expectativas de inflação dos participantes no mercado, dado que estas medidas incluem também prémios de risco de inflação que compensam os riscos de inflação.

Do lado dos consumidores, o mais recente inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores (abril de 2023) reporta que as expetativas medianas para a inflação global com uma antecedência de 3 anos diminuíram significativamente para 2,5%, face a 2,9%, enquanto as expetativas medianas com uma antecedência de 1 ano desceram para 4,1%, face a 5,0%⁴. Consequentemente, o aumento das expetativas de inflação a 3 anos observado em março foi globalmente invertido, indicando que esta subida temporária pode ser imputada a incertezas e preocupações acerca da turbulência nos mercados financeiros na Europa.

Gráfico 14

Indicadores das expetativas de inflação baseados em inquéritos e medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Inquérito a Analistas Profissionais, [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – junho de 2023](#) e cálculos do BCE.

Notas: As medidas baseadas no mercado das séries de 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 e a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 3 anos. As observações sobre as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação referem-se a 14 de junho de 2023. O Inquérito a Analistas Profissionais (*Survey of Professional Forecasters – SPF*) conduzido pelo BCE para o segundo trimestre de 2023 foi realizado entre 31 de março e 5 de abril de 2023. A data de fecho das previsões a longo prazo da Consensus Economics foi abril de 2023 e a das previsões a curto prazo foi maio de 2023 (2023 e 2024). A data de fecho dos dados incluídos nas projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema foi 31 de maio de 2023. As últimas observações para o IHPC referem-se a maio de 2023 (estimativas provisórias).

As projeções macroeconómicas de junho de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que a inflação global prossiga a sua trajetória descendente, situando-se, em média, em 5,4% em 2023, 3,0% em 2024 e 2,2% em 2025 (gráfico 15).

A inflação global tem diminuído desde outubro do ano passado, embora se esteja a revelar mais persistente do que anteriormente previsto, não obstante os sinais iniciais de abrandamento das pressões subjacentes sobre os preços. A inflação dos preços dos produtos energéticos deverá tornar-se cada vez mais negativa em 2023, com a continuação da descida dos preços das matérias-primas energéticas e a expetativa de uma moderação da inflação dos produtos alimentares. A par do abrandamento dos estrangulamentos no abastecimento, estes fatores deverão fazer baixar ainda mais a inflação global para

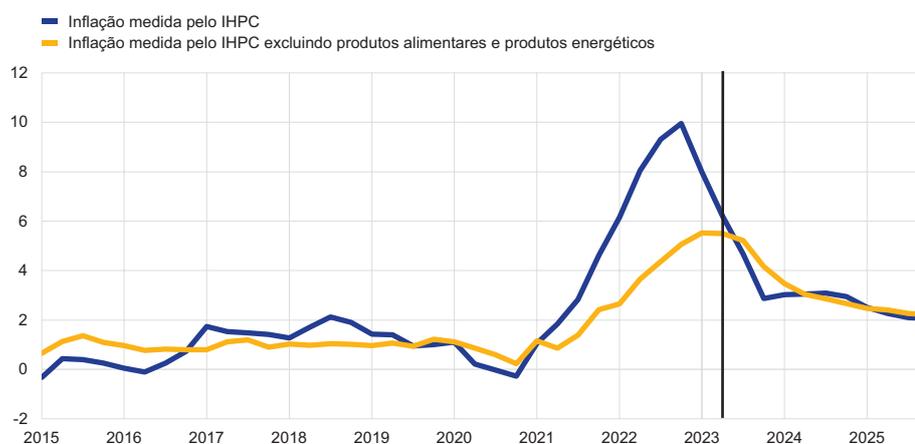
⁴ Ver comunicado intitulado [ECB Consumer Expectations Survey results – April 2023](#), BCE, 6 de junho de 2023.

3,0% no último trimestre de 2023. Prevê-se que a inflação oscile em torno deste nível em 2024, quando as medidas orçamentais previsivelmente se desvanecerão, antes de voltar a diminuir gradualmente em 2025. O IHPCX registará uma moderação gradual no decurso de 2023, atingindo, em média, 5,1% em 2023, 3,0% em 2024 e 2,3% em 2025. O impacto decrescente da acumulação de pressões deverá compensar o fortalecimento da pressão sobre os custos do trabalho, uma vez que o crescimento salarial permanece acima das médias históricas em resultado da compensação pela perda de poder de compra e pela restritividade dos mercados de trabalho. Espera-se que uma contração dos lucros unitários atenuar ligeiramente a dinâmica mais forte dos custos do trabalho. Ao longo do horizonte de projeção, o desvanecimento dos efeitos indiretos dos preços dos produtos energéticos, o abrandamento dos estrangulamentos no abastecimento e o impacto atenuante da política monetária deverão contribuir para reduzir a inflação. Em comparação com as projeções de março de 2023, o perfil da inflação global manteve-se globalmente inalterado, com uma revisão em alta de 0,1 pontos percentuais em cada ano. O IHPCX foi revisto em alta, devido a anteriores surpresas em sentido ascendente e à pressão do crescimento dos custos unitários do trabalho.

Gráfico 15

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 – junho de 2023. Notas: "IHPC" corresponde ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor. "IHPCX" corresponde ao IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos. A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2023 (dados) e ao quarto trimestre de 2025 (projeções). As projeções macroeconómicas de junho de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema foram finalizadas no final de maio e a data de fecho para os pressupostos técnicos foi 23 de maio de 2023. 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.

Durante o período em análise (16 de março a 14 junho de 2023), os mercados financeiros da área do euro estabilizaram após a turbulência no setor bancário nos Estados Unidos e na Suíça no início de março. À medida que as preocupações com o impacto económico da turbulência se atenuaram gradualmente, os participantes no mercado reavaliaram as suas expectativas relativamente à subida das taxas de juro diretoras, a volatilidade diminuiu, as ações recuperaram e os diferenciais das obrigações das empresas sofreram uma compressão. No final de maio, as taxas isentas de risco diminuíram ligeiramente em todos os prazos, parcialmente devido à inflação subjacente e global na área do euro mais baixa do que o esperado. De um modo geral, a curva a prazo da taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) subiu nos prazos muito curtos, atingindo um máximo de cerca de 3,8% no final do período em análise, em meados de junho – tendo este nível sido, mesmo assim, inferior ao verificado no princípio de março, antes do início da turbulência no setor bancário. As taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro só espelharam parcialmente os aumentos verificados nas taxas correspondentes nos Estados Unidos e no Reino Unido e estabilizaram a um nível ligeiramente mais elevado do que em meados de março. Os mercados das obrigações soberanas mantiveram-se globalmente isolados dos eventos no setor bancário e os diferenciais não reagiram à comunicação do Conselho do BCE na sua reunião de maio de que esperava descontinuar os reinvestimentos ao abrigo do programa de compra de ativos (asset purchase programme – APP) a partir de julho de 2023. No período em análise, os índices agregados de preços das ações da área do euro subiram menos do que nos Estados Unidos, enquanto o setor bancário da área do euro teve um melhor desempenho do que o seu congénere nos Estados Unidos. As repercussões, na área do euro, da volatilidade do mercado financeiro dos Estados Unidos relacionada com a incerteza política sobre o limite máximo da dívida dos Estados Unidos foram, em grande parte, contidas. Por último, nos mercados cambiais, o euro registou uma apreciação em termos ponderados pelo comércio.

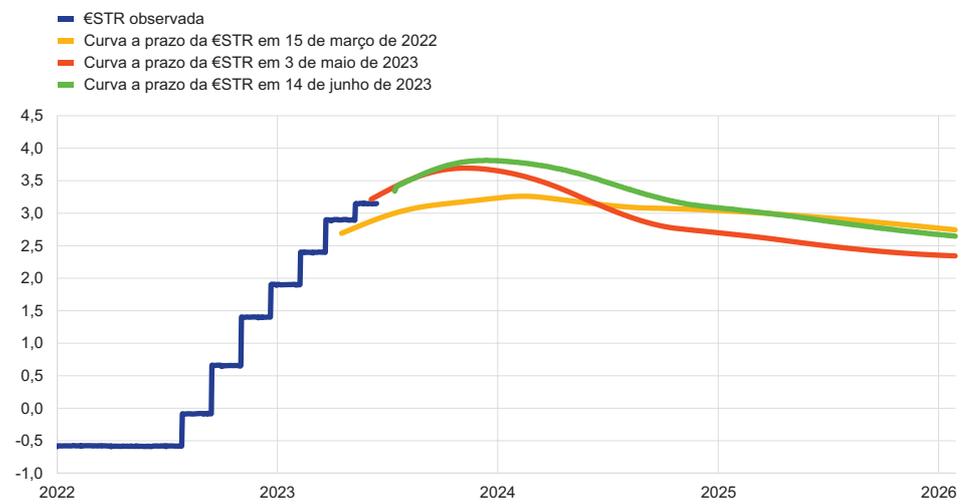
A curva a prazo dos swaps indexados pelo prazo overnight subiu nos prazos muito curtos e a curva a prazo da €STR atingiu um pico em cerca de 3,8% (gráfico 16). A €STR acompanhou de perto as alterações à taxa de juro da facilidade permanente de depósito, que o Conselho do BCE aumentou em 50 pontos base (de 2,5% para 3%) na reunião de política monetária de 16 de março de 2023 e, posteriormente, em 25 pontos base (de 3% para 3,25%) na reunião de 4 de maio. No início de março, a curva a prazo dos swaps indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR incorporava uma taxa máxima de 4% até dezembro de 2023, que diminuiu depois para 3,3% até outubro de 2023, na sequência das crescentes preocupações dos participantes no mercado sobre a turbulência no setor bancário. Na segunda metade de março, a decisão do Conselho do BCE de aumentar a taxa de juro da facilidade permanente de depósito, e a sua comunicação clara sobre a resiliência do setor bancário da área do euro, levaram os participantes no mercado a rever em alta as suas expectativas para a política monetária. A decisão do Conselho do BCE de maio sobre as taxas não teve um impacto significativo na trajetória das taxas diretoras que os participantes no mercado tinham incorporado na

curva a prazo dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight*. No entanto, a divulgação de dados inferiores ao esperado relativos à inflação subjacente e global na área do euro em finais de maio atenuou ligeiramente as expectativas para as taxas diretoras. Ao longo de todo o período em análise, a curva a prazo dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* subiu nos prazos muito curtos e incorporou uma taxa máxima de 3,8% para outubro de 2023. Em comparação com a curva a prazo dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* que se verificava antes da reunião do Conselho do BCE de maio, a curva a prazo de meados de junho mostra um valor máximo semelhante, mas uma diminuição mais moderada nas taxas a prazo daí em diante.

Gráfico 16

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.

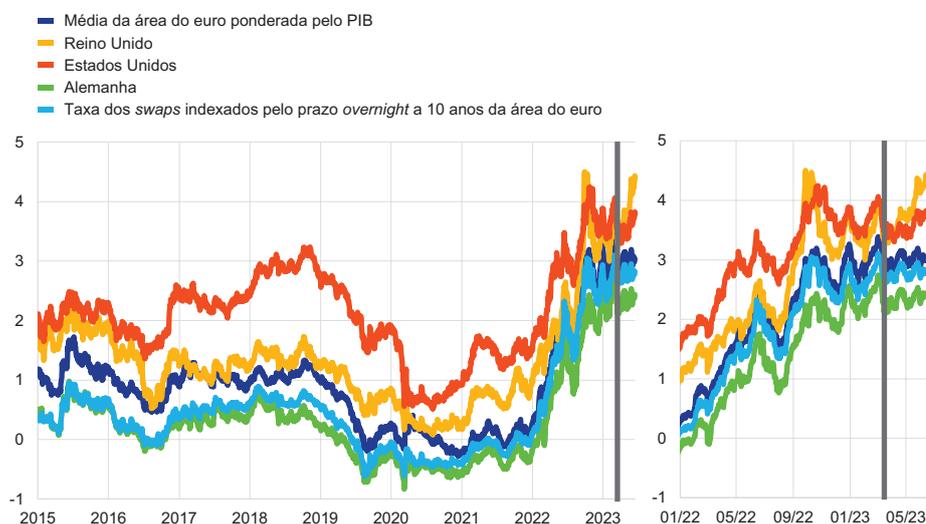
As taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro só espelharam parcialmente os aumentos verificados nas taxas correspondentes nos Estados Unidos e no Reino Unido e estabilizaram num nível ligeiramente mais elevado do que no início do período em análise, em meados de março (gráfico 17).

As taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro desceram visivelmente no início do período em análise, à medida que os participantes no mercado financeiro reavaliaram as suas expectativas para as taxas diretoras na sequência da turbulência no setor bancário. A taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB registava 3% em meados de março. Depois, flutuou num intervalo de cerca de 40 pontos base, terminando o período em análise, em meados de junho, 10 pontos base mais acima, em 3,1%, em especial contraste com a subida acentuada das taxas de longo prazo isentas de risco do Reino Unido. O debate acerca do limite máximo da dívida pública dos Estados Unidos, sobre o qual a Câmara dos Representantes chegou a acordo em 31 de maio, conjuntamente com um sentimento de risco melhorado e a posição continuada de maior restritividade do Bank of England, foram os principais fatores impulsionadores do aumento mais forte das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos dos Estados Unidos e do Reino Unido, que subiram 20 pontos base e 100 pontos base, respetivamente, atingindo 3,8% e 4,4% em meados de junho.

Gráfico 17

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 16 de março de 2023. As últimas observações referem-se a 14 de junho de 2023.

As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro moveram-se, de um modo geral, em linha com a evolução das taxas isentas de risco, com os diferenciais das obrigações soberanas a permanecer isolados das preocupações com o setor bancário (gráfico 18). A média ponderada pelo PIB do diferencial das obrigações soberanas da área do euro em relação à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR aumentou apenas ligeiramente ao longo do período em análise, de forma análoga aos diferenciais das obrigações soberanas, que se mantiveram globalmente estáveis, na maioria das jurisdições. O principal fator impulsionador do movimento ascendente foi o diferencial das obrigações soberanas a 10 anos da Alemanha, que aumentou 12 pontos base e se tornou menos negativo, refletindo, em parte, uma inversão dos fluxos de “fuga para a segurança” desencadeados pela turbulência no setor bancário. A comunicação do Conselho do BCE em maio, segundo a qual esperava descontinuar os reinvestimentos ao abrigo do APP a partir de julho de 2023 não provocou nenhum alargamento visível dos diferenciais. Um movimento assinalável durante o período em análise foi a descida do diferencial das obrigações soberanas da Grécia após a primeira ronda de eleições legislativas em 21 de maio, que solidificou as expectativas dos participantes no mercado relativamente a uma potencial atualização para o estatuto de categoria de investimento nos próximos meses. O diferencial das obrigações soberanas a 10 anos da Grécia desceu 60 pontos base no período em análise.

Gráfico 18

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 16 de março de 2023. As últimas observações referem-se a 14 de junho de 2023.

Verificou-se uma maior restritividade dos diferenciais das obrigações das empresas, em resultado da melhoria do sentimento de risco.

Os diferenciais das empresas de elevada rentabilidade e de categoria de investimento estreitaram-se 77 pontos base e 13 pontos base, respetivamente, quase corrigindo o alargamento ocorrido durante a turbulência no setor bancário que precedeu o período em análise. Ao passo que os diferenciais se encontravam ligeiramente mais elevados do que o que se verificava antes da turbulência no setor bancário, as emissões brutas por sociedades não financeiras (SNF) estiveram em linha com as regularidades históricas. No início de 2023, as emissões brutas foram mais fortes do que a média das emissões brutas dos últimos dez anos, tendo quase sido interrompidas quando a turbulência no setor bancário começou e os diferenciais aumentaram significativamente, mas recuperando novamente quando os diferenciais começaram a reduzir-se e a volatilidade diminuiu. A capacidade das SNF de se adaptar às condições prevaletentes no mercado e emitir menos dívida quando os diferenciais das obrigações das empresas aumentaram pode ter evitado um maior alargamento dos diferenciais durante a turbulência.

Os preços das ações na área do euro aumentaram no período em análise à medida que os mercados acionistas estabilizaram num quadro de menor volatilidade (gráfico 19).

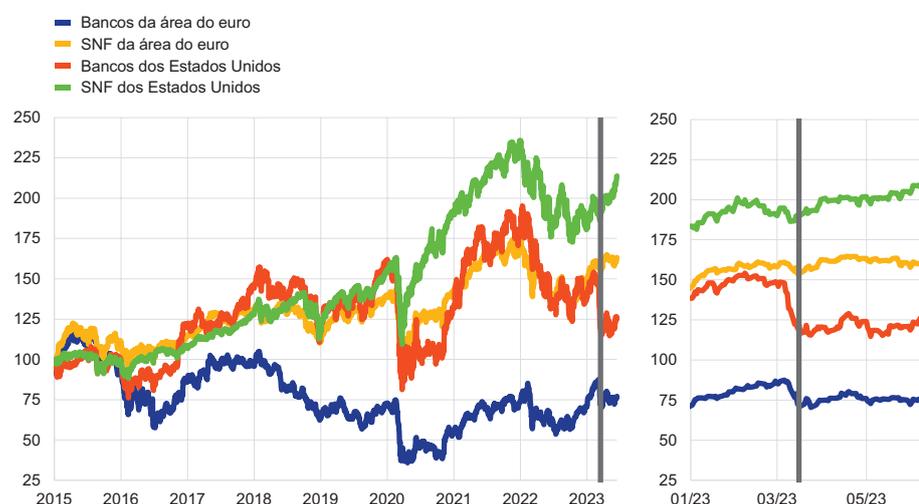
No período em análise, os índices dos mercados acionistas da área do euro registaram um aumento generalizado de 5%, compensando, em grande parte, as perdas verificadas durante a turbulência no setor bancário, embora os preços das ações dos bancos ainda não tenham recuperado completamente dessas perdas. À medida que o prazo do limite máximo da dívida dos Estados Unidos se aproximava, os mercados acionistas em ambos os lados do Atlântico encontravam-se relativamente calmos. Não obstante o entrave

mais persistente aos preços das ações dos bancos dos Estados Unidos, os índices agregados de cotações de ações tiveram um melhor desempenho nos Estados Unidos do que na área do euro, impulsionados pelo melhor desempenho das SNF no geral – em particular no setor tecnológico – cujo peso é relativamente maior nos índices dos Estados Unidos do que na área do euro. Na área do euro, os preços das ações das SNF aumentaram 4,5%, devido a dividendos e recompras de ações mais elevados do que o esperado, assim como expectativas de lucros a curto prazo mais elevadas, parcialmente compensadas por uma deterioração das perspetivas a mais longo prazo para os lucros, e nos Estados Unidos aumentaram 11% no conjunto do período em análise. Os preços das ações dos bancos aumentaram 5,7% na área do euro e 1,9% nos Estados Unidos.

Gráfico 19

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 16 de março de 2023. As últimas observações referem-se a 14 de junho de 2023.

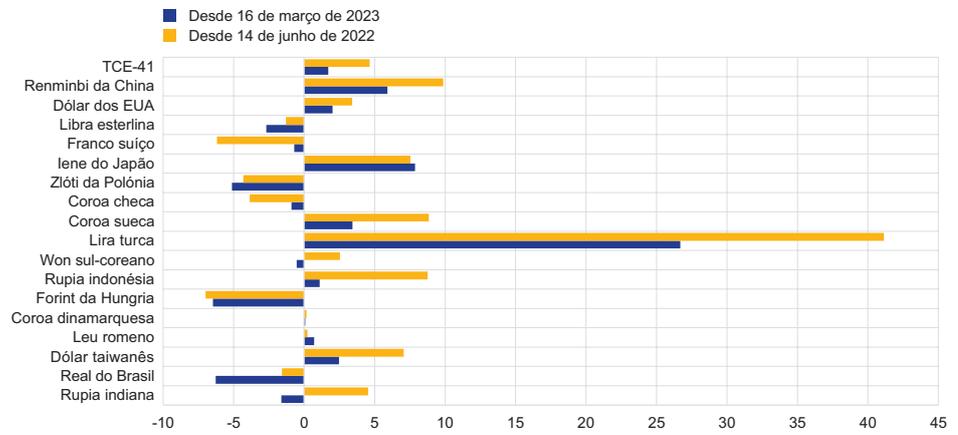
Nos mercados cambiais, o euro registou uma apreciação em termos ponderados pelo comércio (gráfico 20).

Durante o período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro – medida face às moedas de 41 dos principais parceiros comerciais da área do euro – registou uma apreciação de 1,7%. Em termos de movimentos da taxa de câmbio bilateral face às principais moedas, o euro registou uma apreciação face ao dólar dos Estados Unidos (de 2,0%) apesar do alargamento dos diferenciais das taxas de juro, assim como face ao renminbi da China (de 5,9%) e ao iene do Japão (de 7,9%). Registou uma depreciação face à libra esterlina (de 2,7%) e ao franco suíço (de 0,7%). Fortaleceu-se também face às moedas das principais economias emergentes da Ásia, bem como face à lira turca (em 26,7%), mas enfraqueceu-se face ao real do Brasil (em 6,3%) e face às moedas da maioria dos Estados-Membros da UE do centro e leste da Europa não pertencentes à área do euro.

Gráfico 20

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas seleccionadas

(variações em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-41 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 41 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 junho de 2023.

5 Condições de financiamento e evolução do crédito

Os custos de financiamento dos bancos continuaram a aumentar em abril de 2023, refletindo novos aumentos das taxas de juro diretoras do BCE. As taxas ativas bancárias também aumentaram para as empresas e as famílias, embora a um ritmo mais lento do que nos meses anteriores. No período de 16 de março a 14 de junho de 2023, o custo do financiamento por ações e do financiamento por dívida baseada no mercado aumentou apenas marginalmente. Os empréstimos bancários às empresas e às famílias continuaram a moderar-se em abril, num contexto de taxas ativas mais elevadas, menor procura de empréstimos e critérios de concessão de crédito mais restritivos. O enfraquecimento da dinâmica monetária continuou, impulsionado pelos elevados custos de oportunidade de detenção de moeda, pelo abrandamento da dinâmica do crédito e pela redução do balanço do Eurosistema.

Os custos de financiamento dos bancos da área do euro continuaram a aumentar em abril, refletindo novas subidas das taxas de juro diretoras do BCE e das taxas passivas. O custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro voltou a aumentar ligeiramente em abril, estabilizando assim em torno do seu nível mais elevado em mais de dez anos (gráfico 21, painel a). O recente aumento reflete sobretudo taxas passivas mais elevadas, enquanto as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias se mantiveram globalmente estáveis (gráfico 21, painel b). As taxas passivas continuaram a aumentar de forma constante, com alguma variação entre instrumentos. Os depositantes estão a reagir ao alargamento do diferencial entre as taxas dos depósitos a prazo e as dos depósitos *overnight*, transferindo as suas detenções de depósitos *overnight* para depósitos a prazo e outros instrumentos com remuneração mais elevada. A transmissão dos aumentos das taxas de juro diretoras do BCE às taxas passivas tem variado significativamente entre bancos e tem sido acompanhada de uma redistribuição dos volumes dos depósitos entre bancos. Os aforradores reafetaram depósitos de bancos com remuneração menos atrativa para bancos que aumentaram as taxas passivas mais rapidamente.

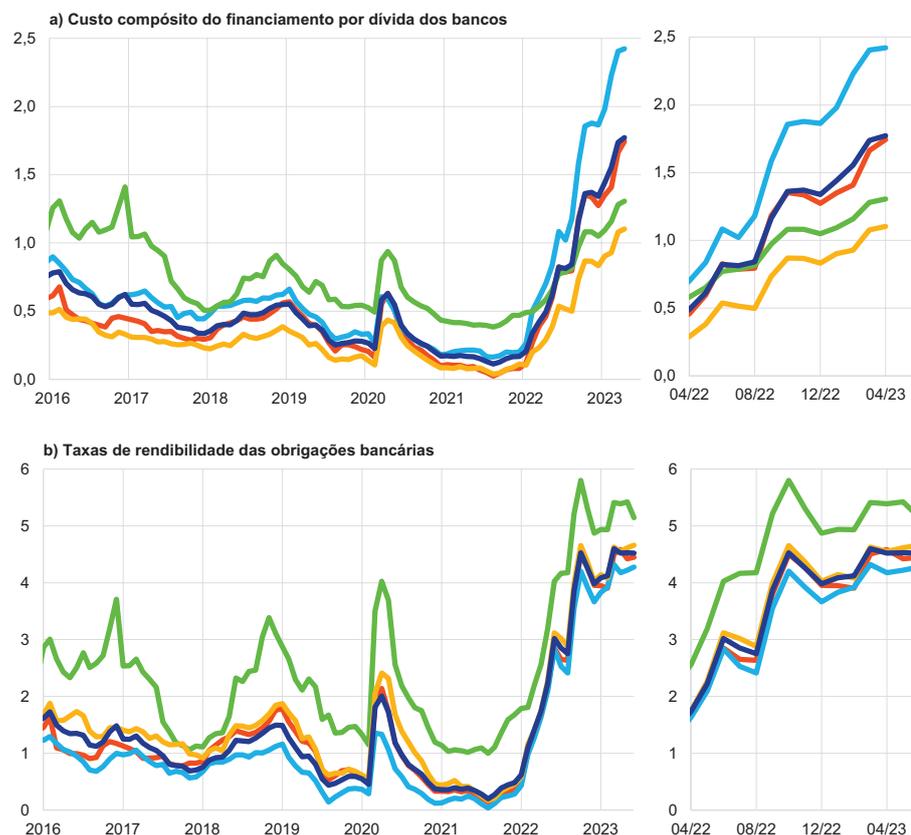
O reembolso pelos bancos dos fundos obtidos ao abrigo da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) contribuiu para uma nova redução da liquidez excedentária e para um aumento dos custos de financiamento dos bancos. Desde a recalibração dos termos e condições das ORPA direcionadas III, que entraram em vigor em 23 de novembro de 2022, os bancos efetuaram reembolsos consideráveis dos fundos obtidos ao abrigo do programa. Em junho, terá sido reembolsado um montante total de 1,5 biliões de euros (fundos obrigatórios e voluntários), reduzindo os saldos em dívida em cerca de 72% (em comparação com o nível anterior à recalibração)⁵. Desde setembro de 2022, os bancos aumentaram a emissão de obrigações, as quais são remuneradas acima das taxas passivas e das taxas de juro diretoras do BCE, no contexto da descontinuação gradual das ORPA direcionadas e da diminuição dos depósitos.

⁵ 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 21

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

(percentagens homólogas)



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

Notas: As taxas de financiamento bancário compósitas são uma média ponderada do custo composto dos depósitos e do financiamento por dívida baseada no mercado sem garantia. O custo composto 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 abril de 2023 para as taxas de financiamento bancário compósitas e a 14 de junho de 2023 para as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias.

No geral, os bancos continuam a estar bem capitalizados, embora a evolução das condições de financiamento, do risco de taxa de juro e da qualidade dos ativos deva afetar cada vez mais a sua capacidade de concessão de crédito.

Os bancos continuaram a aumentar a sua rendibilidade no primeiro trimestre de 2023. Tal deveu-se sobretudo às suas fontes de rendimento excluindo receitas de juros, ao passo que o aumento do resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados registado ao longo de 2022 foi interrompido num contexto de fraco crescimento da concessão de empréstimos e de margens de juro líquidas globalmente estáveis. As perturbações no setor bancário em março conduziram a uma descida dos preços das ações dos bancos e a um alargamento dos diferenciais das obrigações bancárias de maior risco, como as obrigações subordinadas e os instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 (*Additional Tier 1 – AT1*). As maiores pressões de financiamento, em resultado de taxas passivas mais elevadas e de grandes reembolsos no âmbito das ORPA direcionadas, estão

atualmente a pesar sobre a rentabilidade dos bancos. No que respeita à qualidade dos ativos nos balanços dos bancos, os rácios de créditos não produtivos continuaram a diminuir, mas estão a surgir sinais de riscos de crédito mais elevados, à medida que aumenta a proporção de empréstimos com pagamentos em atraso até 90 dias, especialmente no que se refere a exposições a setores como o imobiliário comercial, que são mais afetados pelo ciclo de maior restritividade da política monetária. No que se refere à exposição dos bancos ao risco de taxa de juro, as perdas não realizadas em títulos detidos até ao vencimento estão atualmente sujeitas a um escrutínio substancial por parte do mercado, embora tenham sido relativamente limitadas até à data.

As taxas ativas bancárias aplicadas às empresas e às famílias voltaram a aumentar em abril de 2023, embora a um ritmo mais lento do que nos meses anteriores.

A maior restritividade da política monetária do BCE está a ser transmitida às condições de concessão de crédito dos bancos, com uma subida das taxas ativas e um aumento da restritividade dos critérios de concessão de crédito. As taxas bancárias dos empréstimos às sociedades não financeiras (SNF) aumentaram para 4,38% em abril, o seu nível mais elevado desde o final de 2008. Tal compara com 4,22% em março de 2023 e 1,83% em junho de 2022, antes do início do ciclo de maior restritividade. O recente aumento foi impulsionado por taxas mais elevadas dos empréstimos com prazo de fixação inicial até 1 ano, enquanto as taxas dos empréstimos com períodos de fixação mais longos diminuíram. As taxas ativas bancárias aplicadas aos empréstimos às famílias para aquisição de habitação também registaram nova subida em abril, para 3,44%, o que compara com 3,37% em março e 1,97% em junho de 2022. O aumento em abril resultou de taxas mais elevadas aplicáveis a crédito hipotecário a taxa flexível, ao passo que as taxas do crédito hipotecário a taxa fixa diminuíram pela primeira vez desde o início da tendência em sentido ascendente em dezembro de 2021. No geral, as taxas ativas têm aumentado mais rapidamente do que em anteriores ciclos de subida, refletindo sobretudo o ritmo mais rápido das subidas das taxas diretoras. Os resultados do [inquérito sobre as expetativas dos consumidores](#) de abril de 2023 sugerem que os consumidores preveem que as taxas hipotecárias começarão a estabilizar nos próximos 12 meses. Porém, uma grande percentagem líquida de consumidores no inquérito esperava que se tornasse mais difícil obter crédito à habitação. O diferencial entre as taxas ativas bancárias aplicadas a empréstimos de reduzido montante e empréstimos de grande montante manteve-se estável em abril em níveis baixos num contexto histórico, embora tenha variado em certa medida de país para país. A dispersão entre países das taxas ativas dos empréstimos às empresas e às famílias manteve-se em níveis baixos (gráfico 22, painéis a e b).

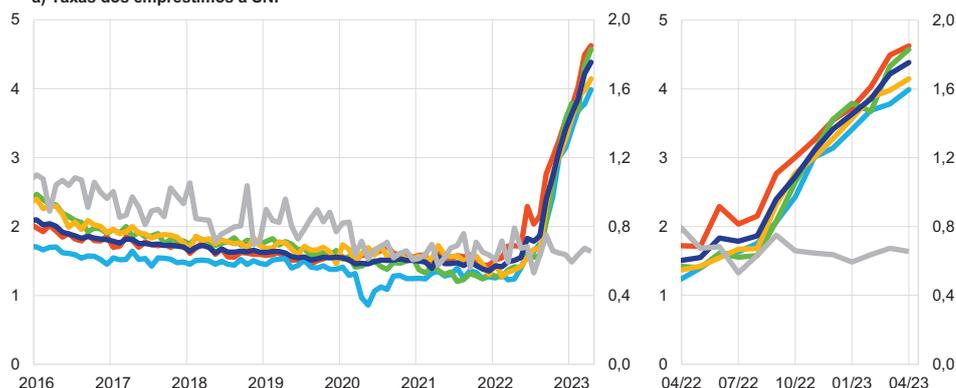
Gráfico 22

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

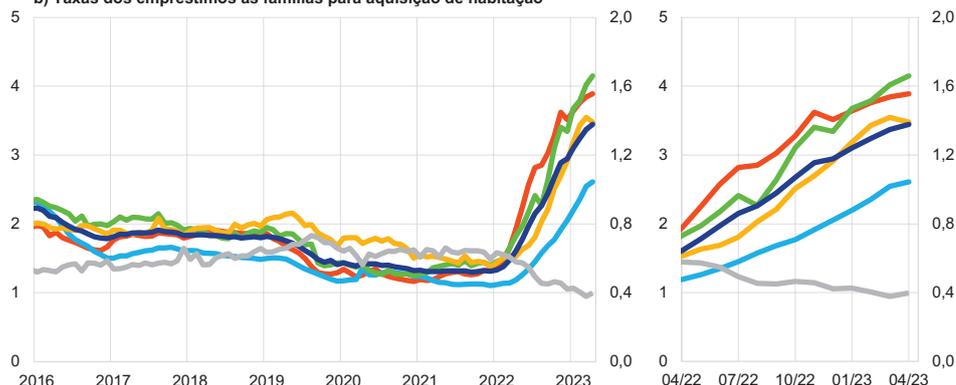
(percentagens homólogas; desvio-padrão)

- Área do euro
- Alemanha
- França
- Itália
- Espanha
- Desvio-padrão entre países (escala da direita)

a) Taxas dos empréstimos a SNF



b) Taxas dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação



Fonte: BCE.

Notas: As taxas ativas bancárias compostas são calculadas através da agregação das taxas de curto e de longo prazo utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes das novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As últimas observações referem-se a abril de 2023.

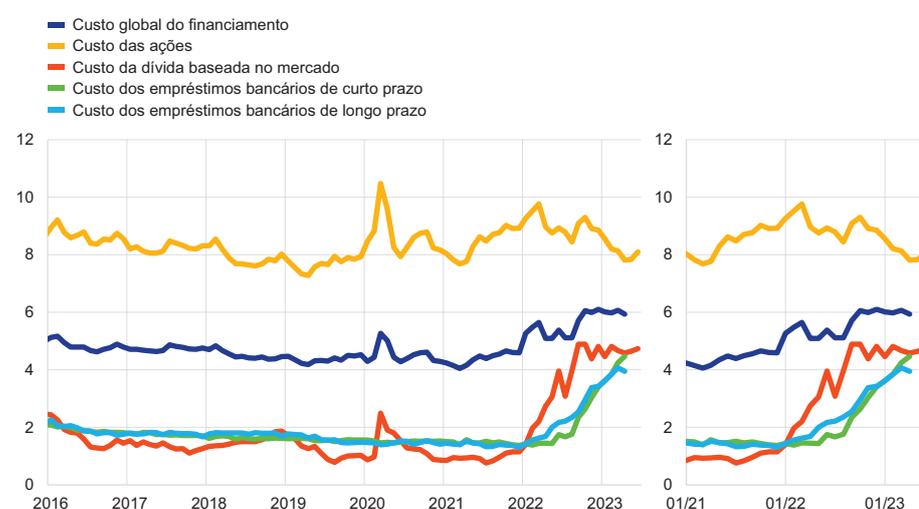
Entre 16 de março e 14 de junho de 2023, tanto o custo do financiamento por ações das SNF como o custo da dívida baseada no mercado aumentaram apenas marginalmente. Devido a desfasamentos nos dados disponíveis sobre o custo do financiamento bancário, o custo global do financiamento das SNF – ou seja, o custo composto dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações – só pode ser calculado, a partir de 14 de junho, até abril de 2023, quando se situou em 5,9%, ou seja, apenas ligeiramente abaixo do seu nível no mês anterior (gráfico 23). Tal resultou de uma descida, em abril, do custo de todas as componentes do financiamento das SNF à exceção do custo do financiamento bancário de curto prazo, que aumentou consideravelmente. Embora tenha diminuído ligeiramente face ao pico registado em outubro de 2022, em abril de 2023 o custo global do financiamento permaneceu próximo dos níveis elevados atingidos em setembro de 2022 e anteriormente observados no final de 2011. No período em análise entre 16 de março e 14 de junho, o custo quer da dívida baseada no

mercado quer das ações aumentou ligeiramente. O aumento do custo da dívida baseada no mercado ficou a dever-se ao impacto de taxas isentas de risco mais elevadas, parcialmente compensado pela redução dos diferenciais das obrigações emitidas por SNF quer nos segmentos de categoria de investimento quer, mais notoriamente, nos segmentos de elevada rentabilidade. O ligeiro aumento do custo das ações também refletiu o aumento das taxas isentas de risco, uma vez que o prémio de risco das ações permaneceu constante ao longo do período em análise.

Gráfico 23

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.

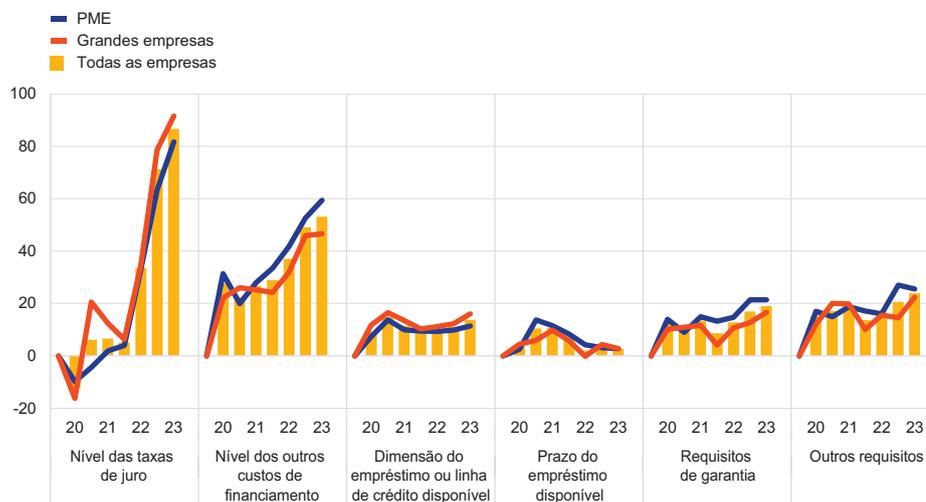
Notas: O custo global do financiamento das SNF é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações, com base nos respetivos saldos. As últimas observações dizem respeito a 14 de junho de 2023 para o custo da dívida baseada no mercado (média mensal de dados diários), 9 de junho de 2023 para o custo das ações (dados semanais) e abril de 2023 para o custo global do financiamento e para o custo do financiamento bancário (dados mensais).

Empresas de todas as dimensões assinalaram uma maior restritividade das condições de financiamento, no período de outubro de 2022 a março de 2023 no inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento (*Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE*). A percentagem líquida de empresas que reportaram taxas bancárias mais elevadas subiu para 87%, face a 71% na ronda anterior (gráfico 24). Este é o maior aumento desde o início do inquérito em 2009, refletindo a transmissão gradual da maior restritividade da política monetária aos custos de financiamento das empresas. Além disso, um valor líquido de 53% das empresas (face a 49%) reportou aumentos de outros custos de financiamento, tais como encargos, taxas e comissões. A subida generalizada das taxas de juro bancárias e de outros custos parece ser semelhante nas pequenas e médias empresas (PME) e nas grandes empresas. Em termos líquidos, as empresas reportaram igualmente requisitos de garantia mais rigorosos, mas, paralelamente, aumentos no prazo e na dimensão dos empréstimos. Poucas empresas reportaram obstáculos à obtenção de um empréstimo bancário (7%, tal como na anterior ronda do inquérito).

Gráfico 24

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

(percentagens líquidas de inquiridos)



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

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 22-28 do inquérito (outubro de 2019-março de 2020 a outubro de 2022-março de 2023).

As empresas reportaram que os respetivos desvios de financiamento tinham continuado a aumentar e que esperavam que a disponibilidade da maioria das fontes de financiamento externo se tornasse mais restritiva no futuro. A percentagem líquida de empresas da área do euro que reportaram um alargamento do desvio de financiamento externo – a diferença entre a variação da procura e a variação da oferta de financiamento externo – situou-se em 6% (face a 9% na anterior ronda do inquérito). Excluindo a anterior ronda do inquérito, este foi o maior alargamento do desvio de financiamento desde 2013 e refletiu um aumento reportado das necessidades de financiamento das empresas, bem como uma deterioração da disponibilidade da maioria das fontes de financiamento. Em termos prospetivos, uma percentagem líquida de 17% das empresas prevê que a disponibilidade de empréstimos bancários diminua novamente entre abril e setembro de 2023. No geral, as empresas também preveem que a disponibilidade de linhas de crédito e de crédito comercial continue a deteriorar-se nos próximos seis meses, embora esperem que a futura disponibilidade de financiamento baseado no mercado se mantenha praticamente inalterada.

Os empréstimos bancários às empresas e às famílias continuaram a moderar-se em abril, num contexto de taxas de juro mais elevadas, menor procura de empréstimos e critérios de concessão de crédito mais restritivos.

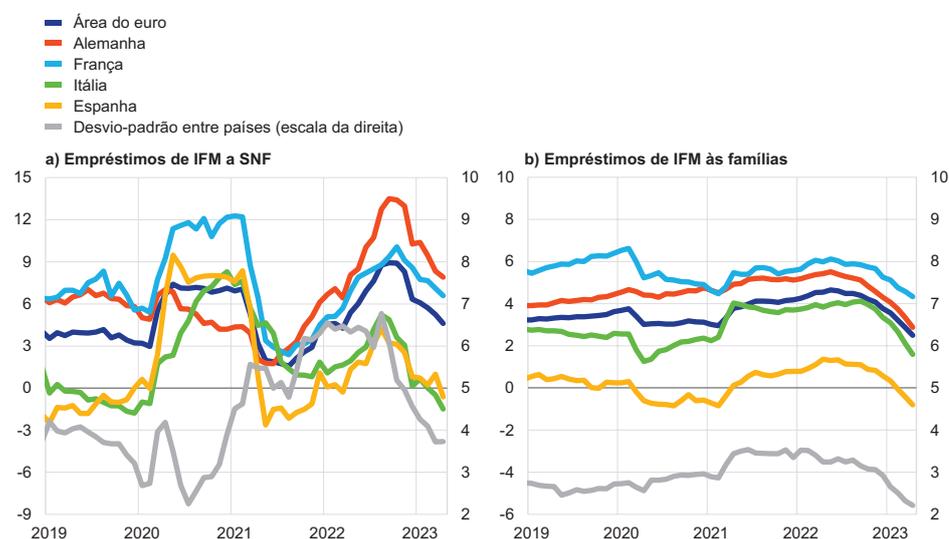
A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às SNF diminuiu para 4,6% em abril, face a 5,2% em março (gráfico 25, painel a). Os fluxos mensais dos empréstimos às SNF têm sido ligeiramente negativos, em média, desde novembro de 2022. O abrandamento registou-se nas maiores economias e reflete a descida acentuada da procura de empréstimos, em parte devido a taxas ativas mais elevadas, e um novo aumento substancial da restritividade dos critérios aplicados

à concessão de crédito. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias desceu de 2,9% em março para 2,5% em abril (gráfico 25, painel b), num contexto de deterioração das perspetivas para o mercado da habitação, de um novo aumento substancial da restritividade dos critérios aplicados pelos bancos à concessão de crédito e de taxas ativas mais elevadas. A descida ficou a dever-se sobretudo à diminuição em curso do crescimento dos empréstimos à habitação. Contudo, desde o início de 2023, os outros empréstimos às famílias, em particular os concedidos a empresários em nome individual (ou seja, pequenas empresas não constituídas em sociedade), caíram de mês para mês e, por conseguinte, também contribuíram para o enfraquecimento.

Gráfico 25

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

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



Fonte: BCE.

Notas: Os empréstimos das instituições financeiras monetárias (IFM) são corrigidos de vendas e titularização. No caso das SNF, os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*). O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As últimas observações referem-se a abril de 2023.

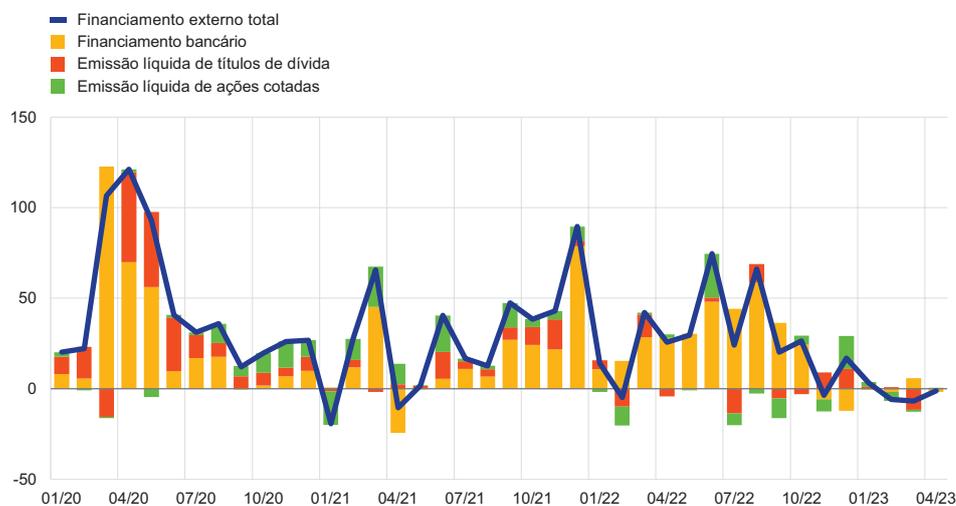
O crescimento do financiamento externo líquido das empresas da área do euro foi moderado no primeiro trimestre de 2023 e em abril, refletindo níveis baixos de financiamento por dívida.

A taxa de crescimento homóloga do financiamento externo líquido diminuiu de 2,2% em janeiro de 2023 para 1,7% em abril (gráfico 26). Os fluxos de empréstimos foram fracos em termos de valor absoluto e em relação a anos anteriores. Esta evolução reflete menores necessidades de financiamento das empresas (dado que a atividade económica se manteve moderada), as subidas das taxas ativas e o aumento da restritividade dos critérios aplicados pelos bancos à concessão de crédito. A emissão líquida de títulos de dívida contrauiu-se devido a reembolsos mais elevados e a uma menor emissão bruta. A emissão de ações cotadas foi, de um modo geral, fraca, apesar do menor custo das ações para as empresas, tendo em conta a fraca atividade em termos de ofertas públicas iniciais e fusões e aquisições, ao passo que algumas empresas multinacionais recompraram ações e os pagamentos de dividendos foram mais elevados.

Gráfico 26

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.

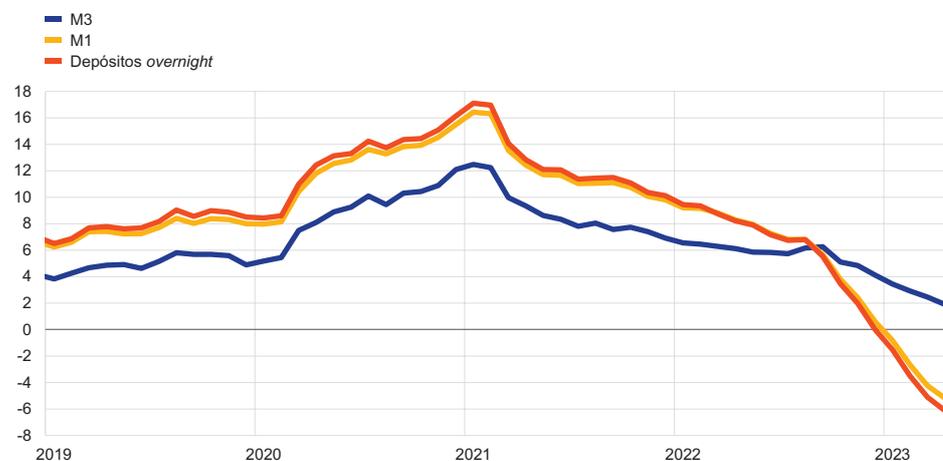
Notas: O financiamento externo líquido equivale à soma do financiamento bancário (empréstimos de IFM), emissão líquida de títulos de dívida e emissão líquida de ações cotadas. Os empréstimos de IFM são corrigidos de vendas, titularização e atividades de fluxos de caixa (*cash pooling*). As últimas observações referem-se a abril de 2023.

Os depósitos *overnight* registaram nova contração em abril, impulsionados pela reafetação de fundos para instrumentos com uma remuneração mais elevada. Depois de uma queda de 5,1% em termos homólogos em março, os depósitos *overnight* voltaram a cair 6,1% em abril, a contração mais forte desde o início da União Económica e Monetária em 1999 (gráfico 27). Esta evolução resultou especialmente da substituição em larga escala de depósitos *overnight* por depósitos a prazo mas também por outros instrumentos com remuneração mais elevada, tais como ações em fundos do mercado monetário e obrigações. Reflete o facto de as taxas de juro dos depósitos *overnight* se ajustarem mais lentamente às variações das taxas diretoras do que as taxas dos depósitos a prazo. O facto de o aumento da restritividade da política monetária do BCE ter sido mais rápido do que em anteriores ciclos de maior restritividade explica os volumes extraordinários que estão a ser reafetados.

Gráfico 27

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 abril de 2023.

O enfraquecimento da dinâmica monetária continuou, impulsionado pelos elevados custos de oportunidade de detenção de moeda, pelo abrandamento da dinâmica do crédito e pela redução do balanço do Eurosistema.

O crescimento homólogo do agregado monetário largo (M3) diminuiu de 2,5% em março para 1,9% em abril, a taxa mais baixa desde julho de 2014 (gráfico 27). As variações mensais em cadeia do agregado monetário largo têm sido negativas desde dezembro de 2022. O agregado monetário estreito (M1) registou uma nova contração, de 5,2%, em abril, face a 4,2% em março. A descida em curso do crescimento do agregado monetário pode ser explicada pelo aumento dos custos de oportunidade de detenção de moeda e pelo abrandamento da dinâmica do crédito. A transmissão das subidas das taxas diretoras às condições financeiras incentiva os detentores de moeda a transferir fundos de depósitos *overnight* para depósitos a prazo e, em menor medida, para obrigações bancárias, fundos do mercado monetário e títulos de dívida pública. Além disso, o fim do reinvestimento total dos pagamentos de capital dos títulos vincendos no âmbito do programa de compra de ativos, em março de 2023, resultou numa redução da carteira de ativos do Eurosistema, o que retirou mecanicamente liquidez do sistema financeiro. Por último, os reembolsos ao abrigo das ORPA direcionadas estão também a contribuir para o enfraquecimento da dinâmica monetária, ao incentivar os bancos a emitir obrigações com prazos mais longos não incluídas no M3.

6 Evolução orçamental

De acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas orçamentais para a área do euro continuam a melhorar, à medida que cessa o apoio orçamental. Não obstante a melhoria observada nas finanças públicas, espera-se que os rácios do défice e da dívida permaneçam muito acima dos níveis observados antes da pandemia ao longo de todo o horizonte de projeção. Projeta-se, assim, que o rácio do défice da área do euro baixe para 3,2% do PIB em 2023 e que estabilize em cerca de 2,5% em 2024 e 2025. A orientação orçamental da área do euro deverá ser globalmente neutra em 2023, tornando-se significativamente mais restritiva em 2024, antes de regressar a níveis globalmente neutros em 2025. Em termos cumulativos ao longo do horizonte de projeção, verificar-se-á algum aumento da restritividade da política orçamental, mas esta permanecerá relativamente acomodatória, dadas as medidas orçamentais consideráveis introduzidas durante a pandemia e o subsequente choque sobre os preços dos custos energéticos. Projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro diminua de 91% em 2022 para cerca de 87% em 2025. Numa perspetiva de política, com o desvanecimento do choque energético, os governos devem suprimir prontamente e de forma concertada as medidas de apoio relacionadas, a fim de evitar intensificar as pressões inflacionistas de médio prazo, o que exigiria uma resposta mais forte da política monetária. As políticas orçamentais devem ser concebidas de modo a tornar a economia da área do euro mais produtiva e a reduzir gradualmente a dívida pública elevada. A reforma do quadro de governação económica da UE deverá ser concluída em breve e, em conformidade com as suas competências, o BCE está atualmente a preparar um parecer sobre as [propostas legislativas](#) da Comissão Europeia, publicadas em 26 de abril de 2023.

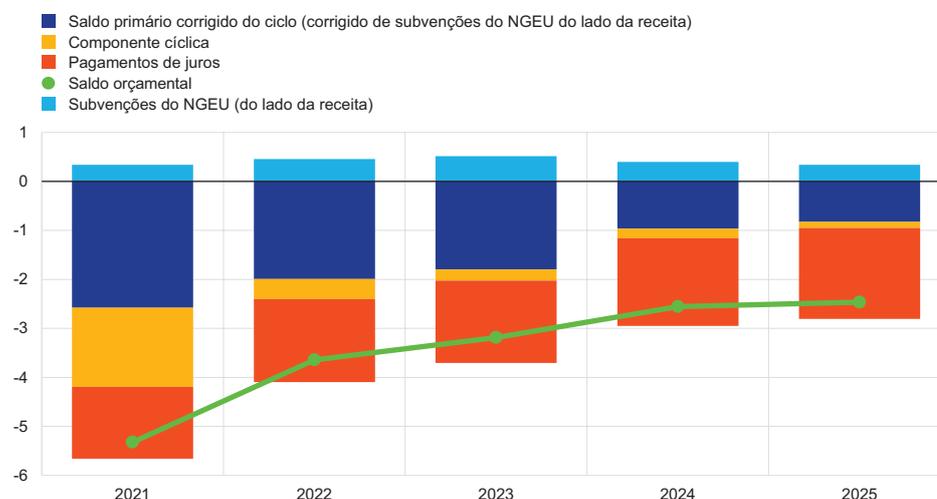
De acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro deverá registar uma melhoria moderada ao longo do horizonte de projeção⁶. Projeta-se que o défice orçamental da área do euro diminua para 3,2% do PIB em 2023 e para 2,6% e 2,5% do PIB em 2024 e 2025, respetivamente (gráfico 28). Esta queda é impulsionada sobretudo pelo nível mais baixo do défice primário corrigido do ciclo e, em menor medida, por uma melhoria da componente cíclica. Ao mesmo tempo, os pagamentos de juros deverão aumentar ligeiramente em percentagem do PIB. No que respeita ao défice primário da área do euro, este é, em larga medida, influenciado pelas reduções contínuas das medidas de apoio orçamental implementadas pelos governos em resposta ao choque energético e à inflação elevada. Estima-se agora que estas medidas ascendam a 1,6% do PIB a nível da área do euro em 2023 e a 0,5% do PIB em 2024, antes de diminuírem para cerca de 0,2% do PIB em 2025.

⁶ Ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – junho de 2023](#).

Gráfico 28

Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



Fontes: Cálculos do BCE e projeções macroeconómicas de junho de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema.
Notas: "NGEU" corresponde ao instrumento "Next Generation EU". Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos 20 países da área do euro (incluindo a Croácia).

De acordo com as projeções, a orientação orçamental da área do euro⁷ será globalmente neutra em 2023, tornando-se consideravelmente mais restritiva em 2024, antes de regressar a níveis globalmente neutros em 2025.

A orientação orçamental praticamente neutra em 2023 é explicada pela inversão parcial das receitas extraordinárias projetada para o período entre 2021 e 2022, principalmente devido ao impacto positivo da inflação elevada nas finanças públicas, e globalmente compensada por algum aumento da restritividade das medidas orçamentais discricionárias globais. Este aumento da restritividade reflete a cessação de algumas das medidas de estímulo adotadas pelos governos em resposta à pandemia, bem como uma reclassificação estatística em Itália. Projeta-se que a restritividade da orientação orçamental aumente de forma substancial em 2024, devido sobretudo à cessação gradual de cerca de 70% do apoio orçamental face aos preços dos produtos energéticos e à inflação implementado pelos governos da área do euro em 2023. Projeta-se também que o apoio proveniente das subvenções ao abrigo do programa "Next Generation EU" seja reduzido após 2023, enquanto se espera que uma nova inversão das receitas extraordinárias atenuem o aumento da restritividade da orientação orçamental no período entre 2024 e 2025.

⁷ 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 aqui 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 ao abrigo do programa "Next Generation EU" provenientes do orçamento da UE não têm um impacto contracionista sobre a procura o saldo primário corrigido do ciclo é, neste contexto, ajustado de modo a excluir essas receitas. Para mais pormenores sobre a orientação orçamental da área do euro, ver o artigo intitulado "The euro area fiscal stance", *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

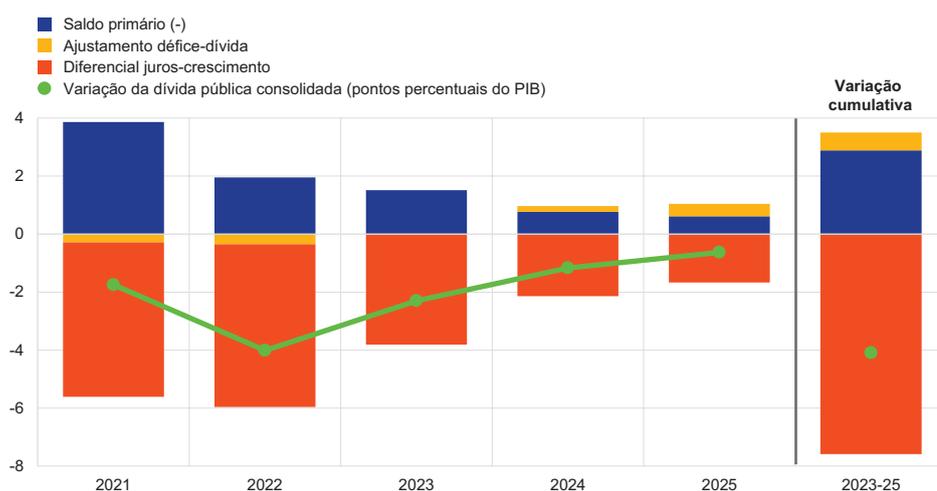
Projeta-se que o rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro continue a diminuir para um valor ligeiramente acima de 87% do PIB até 2025.

Após um aumento do rácio da dívida de aproximadamente 13 pontos percentuais, para cerca de 97% em 2020, devido à resposta dos governos da área do euro à crise da COVID-19, este cifrou-se em 91% do PIB em 2022, devendo descer para cerca de 89% do PIB em 2023 e continuar a diminuir para cerca de 87% do PIB em 2025. Esta redução deve-se sobretudo aos diferenciais negativos entre as taxas de juro e o crescimento nominal do PIB, os quais, embora registando uma redução após 2022, deverão continuar a mais do que compensar défices primários (gráfico 29). O contributo dos ajustamentos défice-dívida deverá ser neutro em 2023, mas deverá aumentar moderadamente a dívida bruta nos últimos dois anos do período abrangido pelas previsões. Não obstante a descida gradual do rácio da dívida agregada da área do euro, espera-se que se mantenha acima do nível anterior à pandemia (em quase 3 pontos percentuais) até 2025.

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 junho de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema.
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos 20 países da área do euro (incluindo a Croácia).

Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2023

elaboradas por especialistas do BCE, o saldo orçamental da área do euro foi revisto ligeiramente em alta para 2023, mas novamente em baixa num valor semelhante para 2024. Estas revisões devem-se principalmente a variações do saldo primário, embora a revisão em alta para 2023 também se baseie na projeção de que as despesas com juros em percentagem do PIB serão ligeiramente inferiores ao anteriormente esperado. As perspetivas para o saldo primário espelharão, em geral, as revisões do nível das medidas orçamentais discricionárias.

Com o desvanecimento do choque energético, os governos devem suprimir

prontamente e de forma concertada as medidas de apoio relacionadas. Tal evita a intensificação das pressões inflacionistas de médio prazo, o que exigiria uma resposta mais forte da política monetária. As políticas orçamentais devem ser concebidas de modo a tornar a economia da área do euro mais produtiva e a reduzir gradualmente a dívida pública elevada. Do mesmo modo, o [pacote anual da primavera do Semestre Europeu](#) da Comissão Europeia, publicado em 24 de maio de 2023 e que reflete as orientações gerais incluídas nas suas [orientações de política orçamental para 2024](#), recomendou que os governos retirassem as medidas de apoio orçamental até ao final do corrente ano. A Comissão Europeia também indicou que a cláusula de derrogação de âmbito geral prevista no Pacto de Estabilidade e Crescimento será desativada no final de 2023. Além disso, afirmou que proporá que o procedimento aplicável aos défices excessivos seja lançado na primavera de 2024, tendo por base os dados de execução relativos a 2023.

No que respeita às [propostas legislativas](#) da Comissão Europeia para reformar o quadro de governação económica da UE, publicadas em 26 de abril de 2023, o BCE está atualmente a preparar um parecer em conformidade com as suas competências⁸.

⁸ Na sequência da publicação da sua [comunicação](#) conexa, em 9 de novembro de 2022, e das [conclusões do Conselho sobre orientações para a reforma do quadro de governação económica da UE](#).

Caixas

1 O impulso para consumir resultante da poupança durante a pandemia – a composição é relevante?

Por Niccolò Battistini, Virginia Di Nino e Johannes Gareis

Na sequência do surto da pandemia, as famílias na área do euro e nos Estados Unidos acumularam um grande *stock* de poupança, que ultrapassou a tendência anterior à pandemia¹. Entre o primeiro trimestre de 2020 e o quarto trimestre de 2022, o *stock* acumulado de poupança em excesso aumentou de forma constante, atingindo 11,3% da tendência do rendimento disponível (bruto) na área do euro. Nos Estados Unidos, o *stock* acumulado de poupança em excesso atingiu 13,2% no terceiro trimestre de 2021, antes de diminuir para 7,9% no quarto trimestre de 2022². À primeira vista, o elevado *stock* de poupança em excesso em ambas as economias sugere a possibilidade de um impulso substancial para consumir, definido como o estímulo imediato ao consumo decorrente da utilização potencial destas poupanças. Além disso, aponta para um maior impulso para consumir remanescente na área do euro do que nos Estados Unidos, onde o consumo se expandiu consideravelmente mais no período após a pandemia. Além da dimensão do *stock*, a composição da poupança em excesso desempenha um papel fundamental na determinação do impulso para consumir implícito. A presente caixa estima a composição da poupança em excesso, calibrando, em seguida, um modelo de equilíbrio geral com agentes heterogêneos com base na metodologia adotada por Auclert *et al.* para avaliar o impulso para consumir nas duas jurisdições³.

¹ Para um debate relacionado, ver as caixas intituladas [COVID-19 e o aumento da poupança das famílias: precaução ou necessidade?](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2020; [COVID-19 and the increase in household savings: an update](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2021; [The implications of savings accumulated during the pandemic for the global economic outlook](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2021; [The recent drivers of household savings across the wealth distribution](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2022; e [Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2022. Para uma visão geral dos fatores impulsionadores do consumo do lado da procura, ver o artigo intitulado [The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#) na versão em inglês da presente edição do *Boletim Económico*.

² O *stock* de poupança em excesso pode ser estimado como a diferença acumulada entre a poupança efetiva e a sua tendência anterior à pandemia extrapolada (2015-2019). A mesma metodologia foi aplicada aos dados relativos aos Estados Unidos por Aladangady, A., Cho, D., Feiveson, L. e Pinto, E., [Excess Savings during the COVID-19 Pandemic](#), *FEDS Notes*, 21 de outubro de 2022. Embora a estimativa do *stock* de poupança em excesso varie consoante a metodologia específica utilizada, os resultados qualitativos que comparam a área do euro com os Estados Unidos apresentados nesta caixa não se alteram quando são utilizados métodos alternativos (por exemplo, a estimativa do *stock* de poupança em excesso como a diferença acumulada entre a taxa de poupança atual e o respetivo nível anterior à pandemia).

³ Ver Auclert, A., Rognlie, M. e Straub, L., [The Trickle Up of Excess Savings](#), *NBER Working Paper Series*, n.º 30900, janeiro de 2023.

Além do stock de poupança acumulado durante a pandemia, a composição desta poupança em excesso é importante por duas razões. Primeiro, a

poupança em excesso é repartida por ativos com diferentes graus de liquidez, o que constitui um primeiro fator determinante (de equilíbrio parcial) do respetivo impulso para consumir. Segundo, o impacto da poupança em excesso sobre o impulso para consumir depende também de dinâmicas (de equilíbrio geral) mais amplas: por um lado, a redistribuição dinâmica das poupanças gastas por algumas famílias por outras famílias prolonga a duração do impulso para consumir; por outro lado, a antecipação por parte das famílias desta redistribuição futura atenua a dimensão do impulso para consumir, à medida que as famílias alisam os seus padrões de consumo ao longo do tempo. A evidência empírica sugere que estes efeitos de equilíbrio parcial e geral podem manifestar-se de forma diferente na área do euro e nos Estados Unidos.

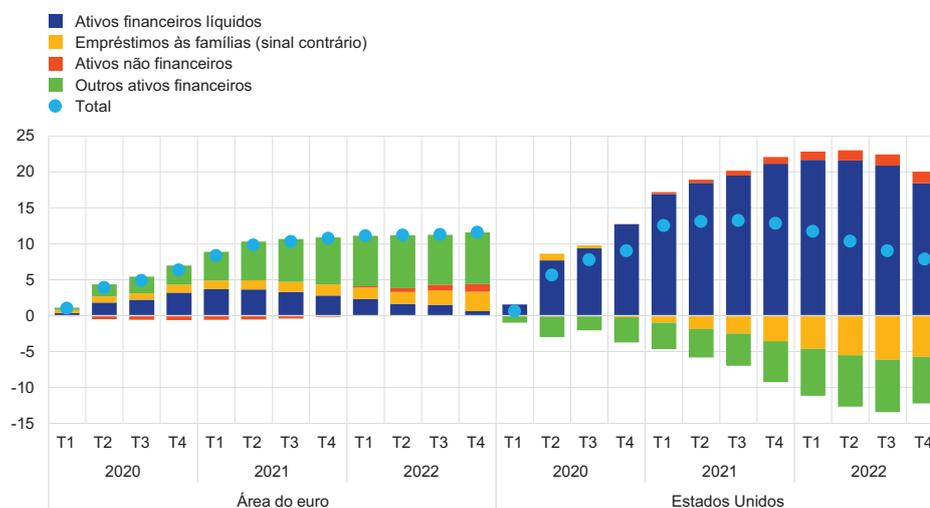
Entre 2020 e 2022, a poupança em excesso na área do euro foi acumulada sobretudo em ativos ilíquidos, ao invés dos Estados Unidos, onde foi acumulada, em grande medida, em ativos líquidos. Entre o primeiro trimestre de 2020 e o quarto trimestre de 2022, a poupança em excesso na área do euro foi investida em ativos não financeiros, como a habitação, e em ativos financeiros relativamente ilíquidos, como ações e obrigações, tendo também sido utilizada para pagar empréstimos. No seu conjunto, estas formas de poupança em excesso acumulada aumentaram de forma constante, atingindo 10,8% da tendência do rendimento disponível no quarto trimestre de 2022 (gráfico A). Em contraste, a poupança em excesso acumulada nos ativos financeiros (mais) líquidos, como numerário e depósitos, atingiu um pico de 3,7% da tendência do rendimento disponível no primeiro trimestre de 2021, diminuindo depois de forma significativa para 0,6% no quarto trimestre de 2022. Nos Estados Unidos, a composição das poupanças em excesso acumuladas no final de 2022 era notavelmente diferente. Os ativos financeiros líquidos ascenderam a 18,5% da tendência do rendimento disponível, enquanto os ativos ilíquidos caíram 10,6% abaixo da sua tendência anterior à pandemia, refletindo também uma acumulação considerável de novos empréstimos⁴.

⁴ A preferência das famílias dos Estados Unidos pela detenção de poupanças em excesso acumuladas durante a pandemia em ativos líquidos é corroborada por Abdelrahman H. e Oliveira L. E., [The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings](#), *Economic Letter*, FRBSF, 8 de maio de 2023. Ao longo do período de referência, a evolução dos empréstimos às famílias pode ocultar os efeitos do pacote orçamental dos Estados Unidos (*CARES Act* (Lei relativa à ajuda, alívio e segurança económica em resposta ao coronavírus)). Tal incluiu a reestruturação de determinados tipos de empréstimos (empréstimos a estudantes e certos empréstimos hipotecários), igualmente concedida pelos mutuantes, por sua própria vontade, a outros tipos de empréstimos. Além disso, parte dos empréstimos vencidos foi reclassificada como reestruturada, aumentando de forma fictícia os fluxos de empréstimos às famílias. Ver Dettling, L. e Lambie-Hanson, L., [Why is the Default Rate So Low? How Economic Conditions and Public Policies Have Shaped Mortgage and Auto Delinquencies During the COVID-19 Pandemic](#), *FEDS Notes*, 4 de março de 2021.

Gráfico A

Afetação da poupança em excesso acumulada por ativos

(desvios em relação à tendência anterior à pandemia, percentagem da tendência do rendimento disponível)



Fontes: Eurostat, BCE, Conselho de Governadores do Sistema de Reserva Federal (Federal Reserve Board) e cálculos do BCE. Notas: Cada entrada representa o valor acumulado que excede a sua tendência estimada entre 2015 e 2019. Os ativos financeiros líquidos referem-se a numerário e depósitos. Os ativos não financeiros referem-se à formação bruta de capital. Os outros ativos financeiros são calculados como valores residuais e referem-se principalmente a ações e obrigações.

Ao longo dos últimos três anos, o stock de poupança em excesso concentrou-se cada vez mais nas famílias ricas em ambos os lados do Atlântico.

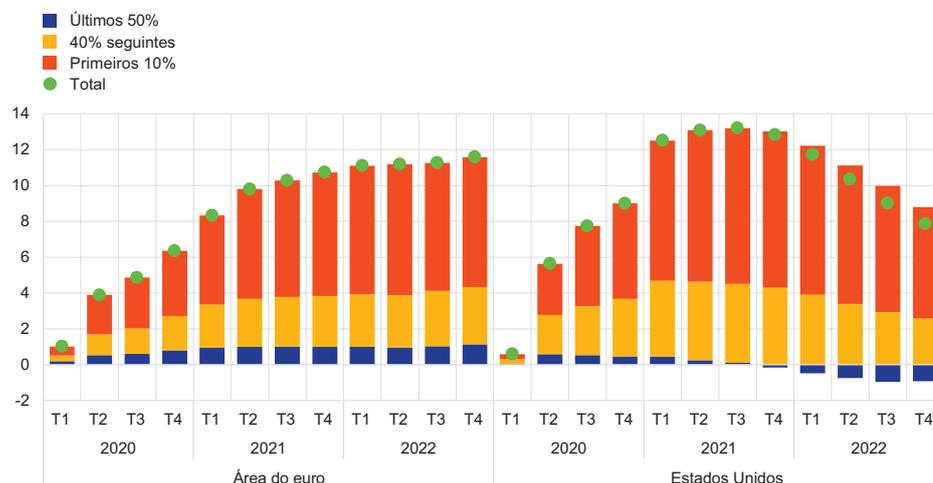
A análise da distribuição da poupança em excesso entre famílias combina a sua repartição estimada entre ativos, acima discutida, com informações de inquéritos sobre a composição das carteiras das famílias ao longo da distribuição da riqueza líquida⁵. A distribuição implícita das poupanças em excesso revela uma concentração cada vez maior nas famílias com um nível de riqueza relativamente elevado, em particular nos Estados Unidos (gráfico B). A percentagem da poupança em excesso acumulada detida pelas famílias nos primeiros 10% da distribuição aumentou de menos de metade no primeiro trimestre de 2020 em ambas as economias para quase dois terços na área do euro e mais de três quartos nos Estados Unidos no quarto trimestre de 2022. Contudo, a percentagem relativamente maior de poupanças em excesso nas famílias com um baixo nível de riqueza na área do euro não implica um maior impulso para consumir em comparação com os Estados Unidos. Tal deve-se ao facto de a poupança em excesso na área do euro consistir sobretudo em ativos relativamente ilíquidos, incluindo património habitacional e pagamentos de empréstimos, que representam uma percentagem importante das carteiras das famílias no extremo inferior da distribuição.

⁵ Para a área do euro, a distribuição da poupança em excesso entre as famílias é estimada com base nas contas de distribuição da riqueza experimentais do BCE, que combinam a evolução trimestral das detenções de ativos agregadas com a situação dos ativos detidos pelas famílias numa determinada data no âmbito do inquérito sobre as finanças e o consumo das famílias. Para os Estados Unidos, é estimada utilizando as contas financeiras de distribuição do Federal Reserve Board, as quais seguem uma metodologia semelhante para as detenções de ativos agregadas e os ativos detidos pelas famílias no âmbito do inquérito sobre as finanças dos consumidores. Os dados disponíveis mais recentes para estes inquéritos referem-se a 2017 e 2019, respetivamente.

Gráfico B

Distribuição da poupança em excesso acumulada por grupos de famílias

(desvios em relação à tendência anterior à pandemia, percentagem da tendência do rendimento disponível)



Fontes: Eurostat, BCE (incluindo as contas de distribuição da riqueza experimentais), Bureau of Economic Analysis (Departamento de análise económica dos Estados Unidos), Federal Reserve Board (incluindo as contas financeiras de distribuição) e cálculos do BCE. Notas: O modelo apresenta três grupos de famílias, correspondentes aos últimos 50%, aos 40% seguintes e aos primeiros 10% da distribuição da poupança em excesso. A distribuição da poupança em excesso entre famílias é obtida multiplicando a percentagem de ativos na carteira de cada grupo de famílias (contas de distribuição) pela poupança em excesso estimada em cada classe de ativos.

É utilizado um modelo com agentes heterogéneos para ligar a distribuição estimada da poupança em excesso entre ativos e famílias ao respetivo impulso para consumir, incorporando efeitos de equilíbrio parcial e geral.

O modelo apresenta três grupos de famílias, correspondentes aos últimos 50%, aos 40% seguintes e aos primeiros 10% da distribuição da poupança em excesso. Numa situação de equilíbrio parcial, cada grupo decide qual a percentagem de poupança em excesso a consumir ou poupar em cada período com base na sua propensão marginal para consumir, que se pressupõe que dependa da composição dos ativos da respetiva poupança em excesso. Numa situação de equilíbrio geral, as decisões de consumo refletem outros dois mecanismos. Primeiro, a poupança gasta por algumas famílias torna-se o rendimento que financia o consumo de outras famílias. Consequentemente, o impulso para consumir é prolongado, dissipando-se apenas lentamente, à medida que o excesso de poupança flui no sentido das famílias com um nível elevado de riqueza e de rendimento, as quais têm uma propensão marginal para consumir mais baixa. Segundo, as famílias antecipam a expansão futura da procura agregada e alisam o seu consumo aquando do impacto, sendo o efeito moderador implícito proporcional à respetiva propensão marginal para consumir de cada grupo de famílias⁶. Tal incentiva a acumulação de poupança e limita a redistribuição do rendimento, acelerando assim a deslocação em sentido ascendente da poupança em excesso e enfraquecendo o impulso para consumir⁷. Em ambos os cenários, o banco central não reage à expansão da procura, mantendo, consequentemente, a taxa

⁶ No modelo, a soma do consumo para cada grupo de famílias é igual à procura agregada e ao rendimento agregado.

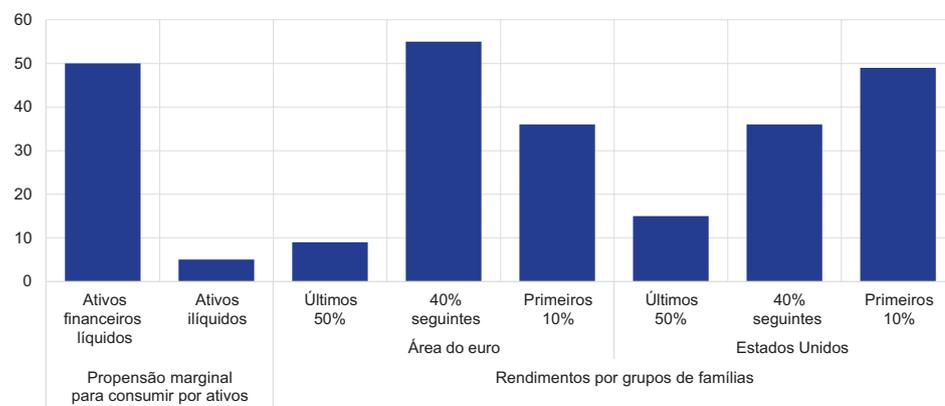
⁷ Numa situação de equilíbrio geral, o modelo utilizado nesta caixa considera o caso das "expectativas racionais" descritas por Auclert *et al.*, *op. cit.* Neste caso, as famílias antecipam variações futuras no rendimento agregado.

de juro fixa. De um modo geral, o impulso para consumir potencial, implícito nos modelos, decorrente da utilização da poupança em excesso depende da calibração de dois conjuntos de parâmetros: i) a propensão marginal para consumir relativa a cada classe de ativos e ii) a percentagem do rendimento total de cada grupo de famílias (gráfico C). A propensão marginal para consumir é definida como 50% para os ativos financeiros líquidos e 5% para os ativos ilíquidos⁸. A percentagem do rendimento é calibrada em 9%, 55% e 36% na área do euro e 15%, 36% e 49% nos Estados Unidos para os últimos 50%, os 40% seguintes e os primeiros 10% da distribuição da poupança em excesso, respetivamente.

Gráfico C

Propensão marginal para consumir por ativos e rendimentos por grupos de famílias

(percentagens)



Fontes: Inquérito sobre as finanças e o consumo das famílias de 2017 e inquérito sobre as finanças dos consumidores de 2019, Slacalek *et al.*, *op. cit.* e cálculos do BCE.

Nota: Os ativos financeiros líquidos referem-se a depósitos e numerário e os ativos ilíquidos incluem ativos não financeiros e outros ativos financeiros, bem como empréstimos às famílias (sinal contrário).

O impulso para consumir resultante da poupança durante a pandemia diminuiu em ambas as economias e tem sido menor na área do euro em comparação com os Estados Unidos.

Numa situação de equilíbrio parcial, o modelo pressupõe que as decisões das famílias não têm em conta a redistribuição do rendimento nem a resposta das taxas de juro, pelo que o impulso para consumir só é determinado pela propensão marginal para consumir de cada grupo de famílias. Tal é calculado como a média ponderada da propensão marginal para consumir específica dos ativos, sendo os ponderadores determinados pelas carteiras específicas dos grupos em cada período. Neste cenário, o impulso para consumir diminuiu significativamente após um pico no segundo trimestre de 2021 em ambas as economias e, em consonância com a dinâmica de consumo moderada, permaneceu relativamente fraco nos últimos três anos na área do euro

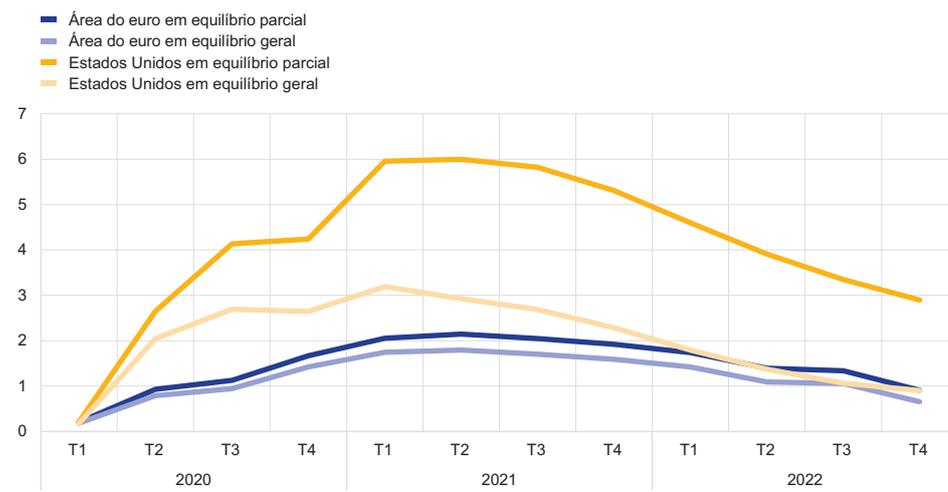
⁸ No que respeita à propensão marginal para consumir, a evidência empírica recente conclui que: i) a propensão marginal para consumir média tem tipicamente valores elevados e ii) a percentagem de ativos líquidos detidos nas carteiras das famílias é um fator impulsionador essencial da considerável heterogeneidade transversal registada na propensão marginal para consumir. Os valores específicos assumidos nesta caixa são retirados de Slacalek, J., Tristani, O. e Violante, G., *Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area*, *Journal of Economics Dynamics and Controls*, vol. 115, n.º 103879, junho de 2020. No que respeita à percentagem do rendimento, os valores apresentados nesta caixa são calibrados com base no inquérito sobre as finanças e o consumo das famílias para a área do euro de 2017 (distribuição total) e no inquérito sobre as finanças dos consumidores para os Estados Unidos de 2019 (valores medianos).

em comparação com os Estados Unidos (gráfico D)⁹. Numa situação de equilíbrio geral, as simulações com base nos modelos apontam para um maior impacto atenuante do alisamento do consumo nos Estados Unidos, refletindo a sua maior propensão marginal para consumir média face à área do euro. Neste cenário, o impulso para consumir foi moderado em ambas as economias no final de 2022.

Gráfico D

Impulso para consumir resultante da poupança durante a pandemia

(desvios em relação à tendência anterior à pandemia, percentagem da tendência do rendimento disponível)



Fonte: Cálculos do BCE.

Nota: As simulações têm por base Auclert *et al.*, *op. cit.*

Outras considerações reforçam os resultados implícitos nos modelos de um estímulo adicional moderado remanescente ao consumo privado resultante de poupanças em excesso, especialmente na área do euro. Primeiro, a diferente origem da poupança em excesso ajuda a explicar o menor impulso para consumir na área do euro em comparação com os Estados Unidos. Na área do euro, estas poupanças em excesso ficaram a dever-se sobretudo a restrições à mobilidade que limitaram o consumo, em especial no caso de serviços com um elevado grau de contacto, em que as famílias ricas (com uma propensão marginal para consumir baixa) gastam, em geral, uma percentagem maior do seu rendimento. Nos Estados Unidos, a poupança em excesso deveu-se principalmente a grandes pacotes de estímulo destinados a apoiar os rendimentos, em especial das famílias (com uma elevada propensão marginal para consumir) no extremo inferior da distribuição de riqueza¹⁰. Segundo, a recente evolução dos preços reforça a perspetiva de um

⁹ Ver o discurso de Philip Lane, intitulado [Inflation and monetary policy](#) (sobre inflação e política monetária), proferido em 8 de maio de 2023, e a caixa intitulada [Evolução da inflação na área do euro e nos Estados Unidos](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, janeiro de 2023.

¹⁰ O Governo dos Estados Unidos pagou um montante definido aos cidadãos com um rendimento inferior a 75 000 dólares dos Estados Unidos, o que implica que os cidadãos com baixos rendimentos foram mais beneficiados face ao seu rendimento. Ver, por exemplo, a descrição do subsídio de desemprego, [Unemployment Compensation](#), e dos pagamentos em resposta ao impacto económico, [Economic Impact Payments](#), apresentada pelo Departamento do Tesouro dos Estados Unidos.

modesto impulso para consumir remanescente da poupança em excesso em ambas as economias. De facto, o aumento dos preços no consumidor e a descida dos preços dos ativos nos últimos trimestres, amplificados pela atual maior restritividade da política monetária e pela deterioração das condições de financiamento, reduzem ainda mais o impulso para consumir remanescente.

2 Teleconferências de apresentação de resultados: novos dados sobre lucros, investimento e condições de financiamento das empresas

Por Malin Andersson, Pedro Neves e Carolina Nunes

As teleconferências de apresentação de resultados (“earnings calls”) podem fornecer informações úteis e atempadas sobre o sentimento das empresas.

Trata-se de uma teleconferência realizada entre o conselho de administração de uma empresa cotada em bolsa, investidores, analistas e a imprensa para debater os resultados financeiros da empresa. Normalmente, estas teleconferências têm uma frequência trimestral¹. A NL Analytics automatizou a recolha de informações a partir de transcrições deste tipo de teleconferências em língua inglesa². Centrando-se nas empresas da área do euro pertencentes aos principais setores não financeiros, a presente caixa baseia-se em pesquisas textuais de correspondências com várias palavras sinónimas, com o objetivo de extrair índices trimestrais de sentimento e de risco, os quais são especialmente oportunos uma vez que a base de dados é atualizada de duas em duas semanas para o trimestre em curso.

A análise textual ajuda a medir a perceção das empresas. O índice de sentimento reflete o número de frases numa teleconferência de apresentação de resultados com uma palavra específica que corresponde a um determinado tema em relação ao número total de frases e que é expresso em termos líquidos, ou seja, o confronto entre boas notícias e más notícias. O índice de risco mostra o número de vezes que um tema é referido numa frase em conjunto com palavras-chave, como “risco” e “incerteza”³. O volume considerável de transcrições, a par das pesquisas textuais, dá origem a um conjunto de dados de índices de sentimento e de risco de alta frequência e a nível das empresas, cuja média calculámos e convertimos em dados trimestrais estruturados para o período compreendido entre o primeiro trimestre de 2002 e o primeiro trimestre de 2023. A validação dos respetivos índices decorre da sua movimentação paralela ao ciclo económico ao longo das duas últimas décadas e em correlação com indicadores normalizados para as respetivas variáveis. É igualmente possível extrair citações de teleconferências sobre os resultados que captam a narrativa prevalecente associada a um movimento particular e significativo dos índices.

O sentimento relativo aos lucros das empresas na área do euro continuou a aumentar acima das médias históricas no segundo trimestre de 2023. Ao

¹ No entanto, há casos em que a teleconferência de apresentação de resultados ocorre cada seis meses ou uma vez por ano. O momento exato em que ocorre a teleconferência durante o trimestre varia em função deste.

² A base de dados da NL Analytics contém transcrições de teleconferências de cerca de 14 mil empresas cotadas em bolsa em 82 países, tendo a maioria sede nos Estados Unidos, no Reino Unido e noutros países de língua inglesa. Em média, 600 empresas da área do euro efetuam trimestralmente estas comunicações. O número de observações por trimestre nos primeiros anos da amostra, que remonta a 2002, foi de cerca de um quarto do que se verifica atualmente.

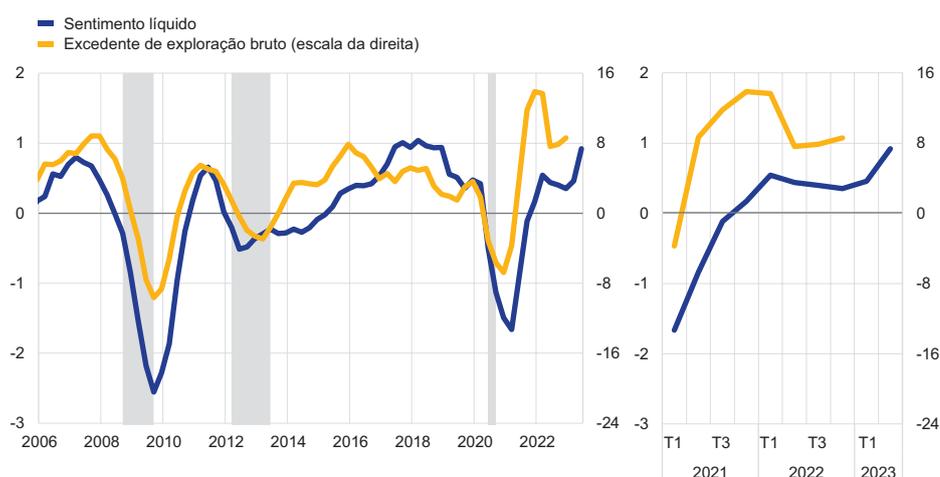
³ Para um outro exemplo de um índice de risco calculado com base numa análise textual das transcrições de teleconferências de apresentação de resultados, ver Hassan, T. A., Schreger, J., Schwedeler, M. e Tahoun, A., *Sources and Transmission of Country Risk*, NBER Working Paper, n.º 29526, novembro de 2021.

longo das duas últimas décadas, tem-se verificado uma forte correlação entre o índice de sentimento relativo aos lucros calculado a partir de teleconferências de apresentação de resultados e de dados das contas setoriais sobre o excedente de exploração bruto do setor das sociedades não financeiras (SNF) da área do euro (gráfico A, painel da esquerda). Relativamente ao índice de sentimento relativo aos lucros, o coeficiente de correlação aumenta até quatro trimestres antes do excedente de exploração bruto e atinge valores máximos em torno de 0,6. O índice apresenta um padrão claro do ciclo económico, com mínimos durante a crise financeira mundial, a crise da dívida soberana e a pandemia de COVID-19, o que é expetável tendo em conta a ciclicidade dos lucros. Após uma forte recuperação em 2021, o sentimento líquido estabilizou em certa medida em 2022, antes de voltar a aumentar no segundo trimestre de 2023. No segundo semestre de 2022, a taxa de crescimento do excedente de exploração bruto do setor das SNF diminuiu ligeiramente – mantendo-se, no entanto, robusta – devido a condições de financiamento mais restritivas e ao enfraquecimento da procura (gráfico A, painel da direita). Esta evolução está em consonância com os elementos fornecidos pelos dados relativos aos resultados do mercado e dos inquéritos, sugerindo que o crescimento dos lucros abrandou no decurso de 2022, mas permaneceu acima das suas médias históricas. O excedente de exploração bruto das SNF da área do euro ultrapassou o nível observado no quarto trimestre de 2019 e está agora a crescer a uma taxa superior à tendência anterior à pandemia, o que indicia não ser necessária qualquer recuperação nesta perspetiva (gráfico B). A robustez do crescimento dos lucros desde o início de 2021 poderá ter sido impulsionada pela persistência da procura latente após a pandemia, pelo abrandamento dos estrangulamentos no abastecimento e pela substituíbilidade imperfeita dos fatores de produção.

Gráfico A

Sentimento relativo aos lucros na área do euro e excedente de exploração bruto das SNF

(pontuação Z; taxas de variação homólogas (%))



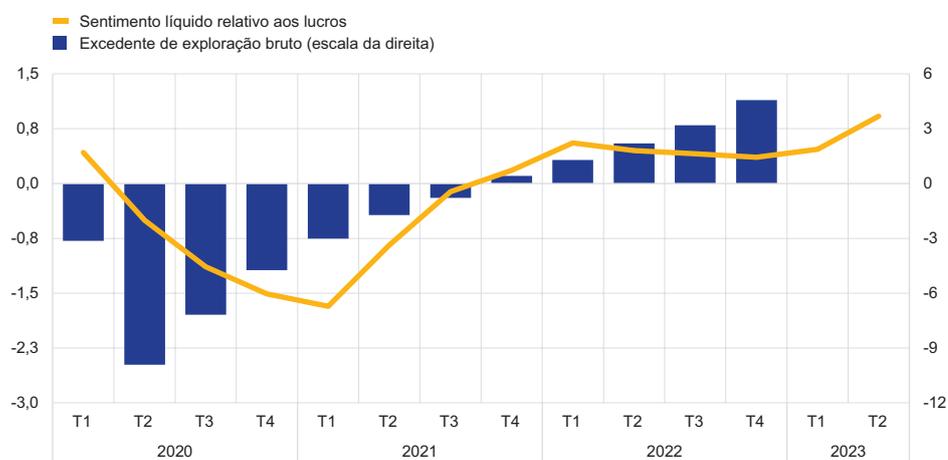
Fontes: NL Analytics, BCE e cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: O sentimento líquido reflete a frequência da recorrência de sinónimos de lucros (resultados, receita, etc.) nas teleconferências de apresentação de resultados das empresas. A pontuação Z é calculada subtraindo a média histórica de cada ponto de dados e dividindo esta série (subtraída a média) pelo desvio-padrão. Os períodos de recessão são assinalados a cinzento. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2023 (para teleconferências realizadas até 12 de junho) para o sentimento líquido e ao quarto trimestre de 2022 para o excedente de exploração bruto.

Gráfico B

Sentimento relativo aos lucros na área do euro e excedente de exploração bruto das SNF sem tendência

(pontuação Z; taxas de crescimento acumuladas sem tendência)



Fontes: NL Analytics, BCE e cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: As taxas de crescimento acumuladas sem tendência do excedente de exploração bruto foram calculadas acumulando a diferença entre a série observada e a sua tendência anterior à pandemia (2002-2019), dividindo-as depois pela tendência acumulada anterior à pandemia. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2023 (para teleconferências realizadas até 12 de junho) para o sentimento líquido e ao quarto trimestre de 2022 para o excedente de exploração bruto.

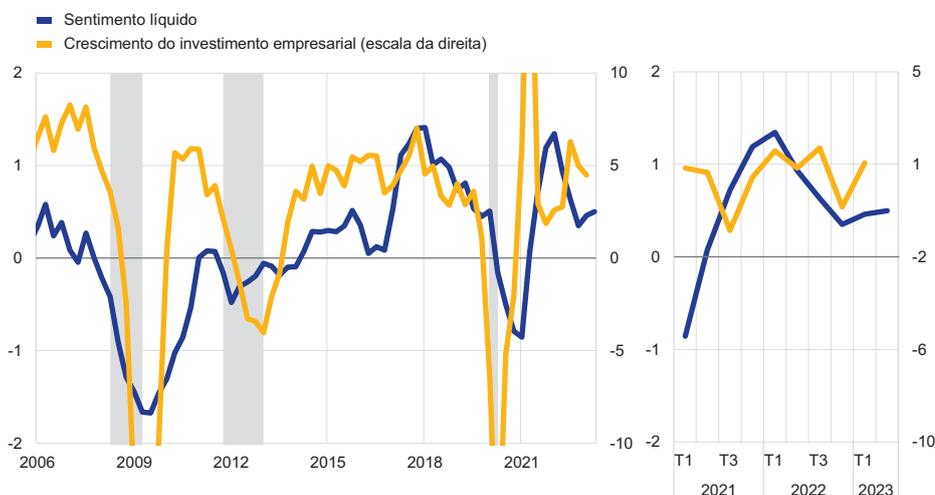
O sentimento relativo ao investimento empresarial voltou a aumentar ligeiramente no segundo trimestre de 2023.

Ao longo das duas últimas décadas, o sentimento dos investidores líquido e a taxa de crescimento do investimento empresarial (excluindo a componente volátil do investimento em produtos de propriedade intelectual na Irlanda e nos Países Baixos) têm tido uma boa correlação (gráfico C, painel da esquerda). A correlação atinge um pico quando o índice de sentimento precede o crescimento do investimento em dois trimestres, com um coeficiente de correlação de 0,5. Em 2021 e no início de 2022, o sentimento de investimento continuou a aumentar para níveis acima da sua média histórica, a par de taxas de crescimento trimestrais globalmente robustas do investimento empresarial, à medida que a economia reabria (gráfico C, painel da direita). Posteriormente, em 2022, registou um ligeiro agravamento, refletindo o enfraquecimento da procura, os custos altos dos produtos energéticos e a incerteza elevada. No segundo trimestre de 2023, voltou a registar um aumento acima da sua média de longo prazo, em consonância com a melhoria das condições de oferta e a redução dos custos dos produtos energéticos.

Gráfico C

Sentimento dos investidores na área do euro

(pontuação Z, escala da direita do painel da esquerda: taxas de variação homogêneas (%); escala da direita do painel da direita: taxas de variação trimestrais (%))



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

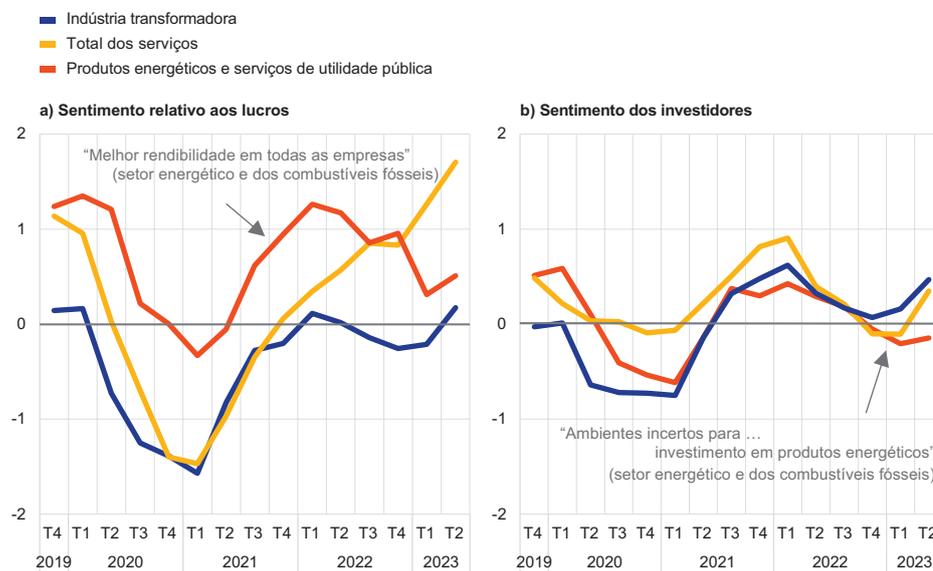
Notas: O sentimento dos investidores líquido reflete a frequência da recorrência de sinónimos de investimento (investimento, investimento de capital, planos de investimento, etc.) nas teleconferências de apresentação de resultados das empresas. A pontuação Z é calculada subtraindo a média histórica de cada ponto de dados e dividindo esta série (subtraída a média) pelo desvio-padrão. Os períodos de recessão são assinalados a cinzento. O crescimento do investimento empresarial exclui o investimento em produtos de propriedade intelectual na Irlanda e nos Países Baixos. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2023 para o sentimento líquido (para teleconferências realizadas até 12 de junho) e para o primeiro trimestre de 2023 para o investimento empresarial.

Numa análise aos setores individuais, no decurso de 2023 e até à data, o sentimento relativo aos lucros tem sido mais forte no setor dos serviços, ao passo que o sentimento dos investidores tem sido mais forte no setor da indústria transformadora. Durante a pandemia, o sentimento relativo aos lucros deteriorou-se mais no setor dos serviços do que no setor da indústria transformadora. No entanto, na fase de recuperação pós-pandemia e novamente no primeiro semestre de 2023, revelou uma melhoria mais forte no setor dos serviços do que no setor da indústria transformadora (gráfico D, painel a). Esta evolução está também em consonância com outros indicadores do sentimento, como o Índice de Gestores de Compras. Porém, o sentimento dos investidores deteriorou-se acentuadamente desde o início de 2022 em todos os setores, embora em 2023, até à data, pareça ter resistido ligeiramente melhor no setor da indústria transformadora do que no setor dos serviços. No setor da energia e dos serviços de utilidade pública, o sentimento relativo aos lucros tem sido mais positivo do que nos outros setores ao longo dos últimos três anos, embora se tenha atenuado recentemente, refletindo a evolução dos preços dos produtos energéticos. O sentimento dos investidores tem-se mostrado relativamente fraco no setor, possivelmente devido à incerteza em torno do investimento em produtos energéticos, bem como no contexto da transição ecológica de acordo com o manifestado por uma empresa do setor (gráfico D, painel b).

Gráfico D

Sentimento relativo aos lucros e dos investidores da área do euro em setores selecionados

(pontuação Z)



Fontes: NL Analytics e cálculos de especialistas do BCE.

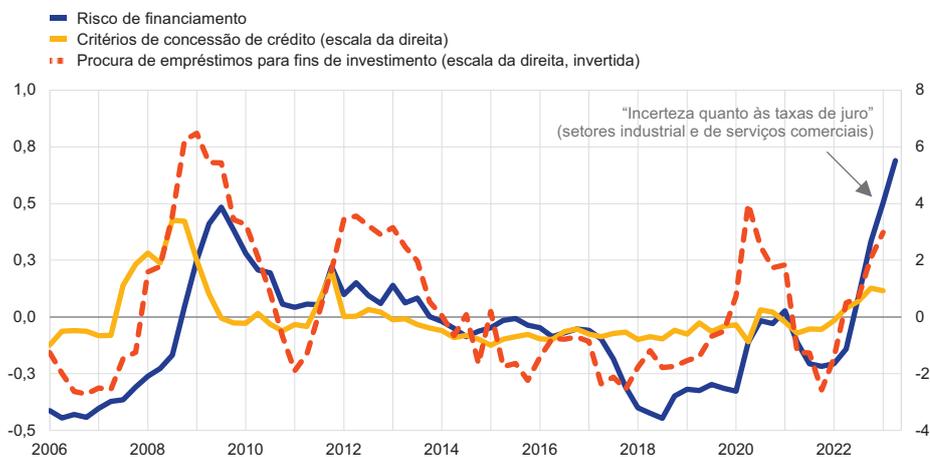
Notas: As séries não são, em média, as séries totais, uma vez que algumas empresas não estão abrangidas pelas classificações setoriais. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2023 (para teleconferências realizadas até 12 de junho).

Atualmente, as empresas consideram as condições de financiamento um risco significativo. Para efeitos da presente caixa, criou-se também um indicador do risco de financiamento, pesquisando palavras-chave, tais como “taxa de juro”, “condições de financiamento” e “custos de financiamento”, juntamente com “incerteza” e “risco”. As condições de financiamento foram consideradas um risco elevado durante a crise financeira mundial, em consonância com critérios de concessão de crédito mais restritivos e menos empréstimos concedidos para fins de investimento, tal como salientado no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro (gráfico E). As empresas da amostra parecem ter também encarado as condições de financiamento como um risco acrescido durante a crise da dívida soberana. Na fase de recuperação de 2015 a 2019, a perceção de risco em torno das condições de financiamento diminuiu de um modo geral para os níveis observados antes da crise financeira mundial. Até à data, em 2023, após um pequeno pico durante a pandemia, as empresas têm encarado as condições de financiamento como um risco elevado e crescente – no contexto de um rápido aumento das taxas de juro e das recentes tensões nos mercados financeiros – com os valores nos últimos trimestres a atingir níveis que não eram observados desde a crise financeira mundial. Embora os indicadores não sejam diretamente comparáveis, uma vez que o indicador de risco financeiro é mais amplo, existe algum movimento paralelo aos critérios de concessão de crédito. De acordo com o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito, a perceção de um risco de financiamento mais elevado coincide também com uma contração da procura de empréstimos para fins de investimento.

Gráfico E

Risco de financiamento da área do euro, critérios de concessão de crédito e procura de empréstimos para fins de investimento fixo

(pontuação Z, saldos em percentagem)



Fontes: NL Analytics, inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro e cálculos de especialistas do BCE.
Notas: A pesquisa textual do indicador de risco financeiro abrange palavras-chave como "taxas de juro", "condições de financiamento" e "custos de financiamento". As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre para os critérios de concessão de crédito e para a procura de empréstimos e ao segundo trimestre de 2023 para o risco de financiamento (para teleconferências realizadas até 12 de junho).

3 Como é que os lucros unitários contribuíram para a recente intensificação das pressões internas sobre os preços na área do euro?

Por Elke Hahn

Os lucros são uma componente integrante dos preços do produto, assim como custos de produção, tais como os salários ou o custo dos fatores de produção intermédios. As empresas calculam os lucros pretendidos, fixando preços num certo nível acima dos seus custos para obter uma remuneração pelo capital. A evolução dos lucros e dos salários, captada pelo deflator do produto interno bruto (PIB), é um fator determinante importante da inflação subjacente, como ilustrado pelo forte co-movimento entre o deflator do PIB e indicadores de inflação subjacente, como o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) excluindo produtos energéticos e produtos alimentares ou o IHPC excluindo produtos energéticos (gráfico A)¹. A presente caixa analisa o impacto que os lucros tiveram na inflação interna com base nos lucros unitários calculados a partir das contas nacionais^{2,3}. Analisa também como os indicadores de lucros calculados a partir das contas dos setores institucionais – que se aproximam mais dos lucros comerciais – contribuíram para a inflação interna, e de que forma os sinais atuais dos lucros unitários com base nas contas nacionais se encaixam com os sinais das margens comerciais e dos indicadores das margens de lucro calculados a partir das contas das empresas.

¹ Aplicável não obstante diferenças conceptuais entre os dois tipos de medidas. Existem diferenças conceptuais no que respeita à cobertura das pressões sobre os preços, por exemplo, visto que o deflator do PIB cobre apenas componentes de valor acrescentado, enquanto os indicadores da inflação subjacente compreendem todas as componentes do preço do produto. De igual modo, o deflator do PIB capta pressões sobre os preços na economia interna, ao passo que indicadores como o IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares estão relacionados com a evolução dos preços nos setores dos bens de consumo em questão, independentemente de esses bens ou serviços serem produzidos a nível interno ou importados.

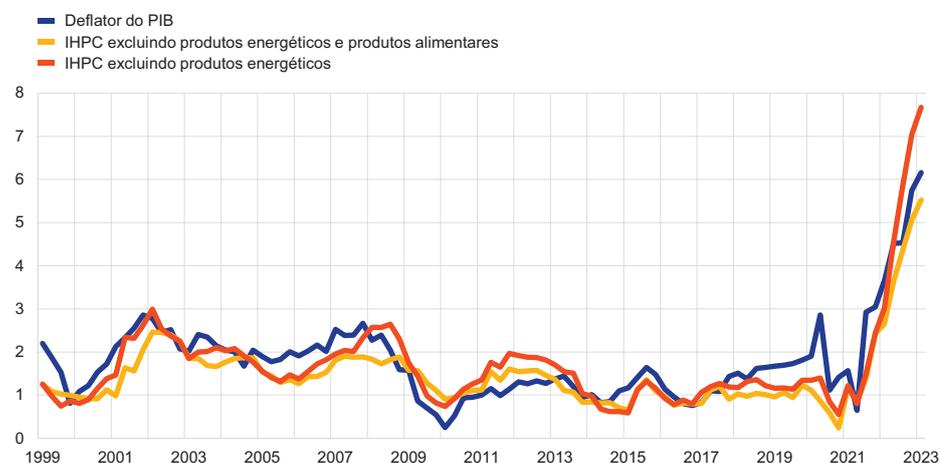
² É de destacar que os lucros unitários e os lucros comerciais são conceptualmente diferentes, como explicado mais adiante.

³ Ver também Arce, Ó., Hahn, E. e Koester, G., [How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#), *Blogue do BCE*, 30 de março de 2023.

Gráfico A

Pressões internas sobre os preços e indicadores da inflação subjacente selecionados

(taxas de variação homólogas (%); dados trimestrais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2023.

As medidas dos lucros diferem em termos de alcance e objetivos. Nas contas nacionais, o papel dos lucros nas pressões internas sobre os preços é analisado utilizando lucros unitários, que são definidos como o excedente de exploração bruto (EEB) e o rendimento misto por unidade de PIB real. Estimativas do BCE permitem que esta medida seja calculada também para o setor das sociedades não financeiras (SNF). Outra medida dos lucros disponível nas contas nacionais para a análise da inflação é o chamado “indicador das margens de lucro”, que é calculado como o rácio do deflador do PIB a preços de base em relação aos custos unitários do trabalho. Tal avalia em que medida a evolução dos lucros mitigou ou acrescentou à evolução dos custos unitários do trabalho na explicação das pressões internas sobre os preços. Duas medidas dos lucros que podem ser obtidas a partir das contas das empresas são a margem comercial e a margem de lucro. A margem comercial é definida como o rácio entre os preços e os custos marginais, sendo estes últimos, na prática, aproximados utilizando custos médios. Este indicador pode ser utilizado para avaliar as estratégias de fixação de preços das empresas. Um indicador das margens de lucro comumente utilizado calculado a partir das contas de resultados das empresas no contexto do método dos custos de venda é a margem de lucro bruta. Esta é calculada como lucros brutos divididos pelo volume de negócios, em que os lucros brutos são definidos como o volume de negócios menos o custo dos bens vendidos (ou seja, menos o custo dos materiais e da mão de obra, entre outros).

Os lucros unitários podem ser afetados pela evolução do consumo intermédio.

O PIB baseia-se no conceito de “valor acrescentado”. Inclui os contributos dos lucros (definidos como o EEB e o rendimento misto) e da remuneração dos empregados, bem como dos impostos (líquidos de subsídios) sobre a produção, mas, ao contrário do produto bruto, não compreende consumo intermédio (como

o consumo energético ou de materiais)⁴. Contudo, atendendo a que o consumo intermédio já é totalmente deduzido do PIB, a evolução dos lucros pode fornecer indicações sobre em que medida a variação dos custos de consumo intermédio se reflete no preço do produto. Abstraindo de outros impactos nos lucros unitários, se uma situação envolvendo grandes aumentos dos custos de consumo intermédio (como observado nos últimos dois anos) também apresentar um enfraquecimento da evolução dos lucros unitários, isso constitui uma indicação de que os lucros amorteceram (na totalidade ou em parte) o aumento dos custos, de modo a que este não seja transmitido (ou não totalmente transmitido) ao preço do produto. Em contrapartida, se a evolução dos lucros unitários se mantiver praticamente inalterada ou até ganhar força em tal situação, isso sugere que o preço do produto foi aumentado no mesmo montante que a subida dos custos, ou até mais.

As pressões internas sobre os preços, medidas pelo deflator do PIB, aumentaram fortemente desde meados de 2021, com grandes contributos dos custos unitários do trabalho e dos lucros unitários. No primeiro trimestre de 2023, a taxa de crescimento homóloga do deflator do PIB da área do euro atingiu um máximo histórico de 6,2%, face a 5,7% no trimestre anterior, tendo registado um mínimo de 0,6% no segundo trimestre de 2021 (gráfico B). A respetiva média entre 1999 e 2019 (isto é, no período antes da crise do coronavírus (COVID-19)) era de 1,6%. Como o gráfico B ilustra, tanto os custos unitários do trabalho como os lucros unitários contribuíram para o aumento do deflator do PIB no último ano e meio. O contributo dos lucros unitários foi particularmente elevado ao longo dos últimos três trimestres, representando cerca de 60% do crescimento total do deflator do PIB (que é superior à percentagem de 42% do PIB nominal para o EEB e o rendimento misto)⁵. O contributo dos subsídios para o deflator do PIB foi invulgarmente elevado durante a crise da COVID-19, devido ao apoio estatal relacionado com regimes de retenção de postos de trabalho, mas também, mais recentemente, observaram-se contributos invulgarmente grandes devido ao apoio estatal durante a crise energética.

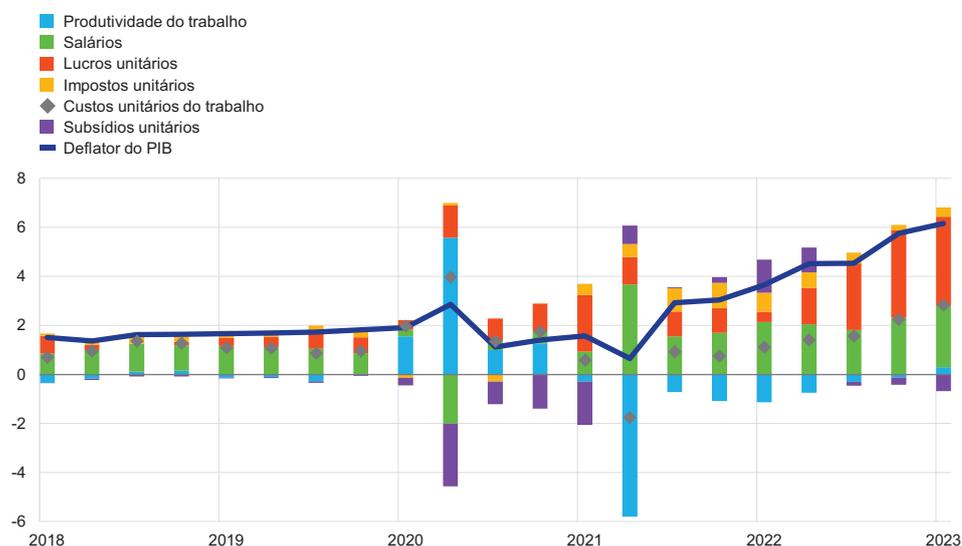
⁴ As estatísticas de entradas-saídas disponibilizam uma medida do produto bruto. Porém, a falta de atualidade na divulgação destes dados limita a sua aplicação na análise em termos de política.

⁵ Contrariamente ao gráfico B, o gráfico 1 de Arce *et al.*, *op. cit.*, apresenta uma desagregação do deflator do PIB incluindo uma correção para o rendimento de trabalhadores por conta própria. É de notar que as diferenças entre ambos no que respeita ao contributo dos lucros unitários são reduzidas.

Gráfico B

Deflator do PIB e contributos

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2023.

O EEB e o rendimento misto utilizados no indicador dos lucros unitários refletem um conceito lato de “lucros”.

O EEB cobre todos os setores institucionais, enquanto o rendimento misto está relacionado com o setor das famílias (que também inclui empresas não constituídas em sociedade). Pode-se considerar que o rendimento misto corresponde aos lucros dos trabalhadores por conta própria ou empresas não constituídas em sociedade após os vários custos incorridos. Porém, estes lucros incluem ainda a remuneração do fator trabalho dos trabalhadores por conta própria. Uma forma comum de corrigir a parte de rendimento do trabalho incluída no rendimento misto consiste em pressupor que os trabalhadores por conta própria auferem o mesmo salário médio que os trabalhadores por conta de outrem e subtrair, da componente de EEB e rendimento misto, esse rendimento do trabalho imputado⁶. O EEB e o rendimento misto também incluem o rendimento de serviços de habitação (ou seja, rendas, que afetam todos os setores institucionais da economia, e as rendas imputadas para a habitação ocupada pelo proprietário, que afetam apenas o setor das famílias). Tipicamente, não se considera que o rendimento do trabalho por conta própria e da habitação faz parte dos lucros comerciais⁷. Um outro elemento da componente de EEB e rendimento misto que vale a pena mencionar neste contexto é o consumo de capital fixo. Tal representa rendimentos de capital obtidos, mas também pode ser visto como um custo suportado pelas empresas, visto que é necessário para repor capital depreciado. Consequentemente, uma melhor aproximação dos lucros comerciais é o excedente de exploração bruto ou líquido das SNF nas contas setoriais, sendo

⁶ Esta correção do rendimento dos trabalhadores por conta própria é tipicamente aplicada no cálculo do contributo normal dos lucros para o deflator do PIB da área do euro. Ver o gráfico 1 em Arce *et al.*, *op. cit.*

⁷ Para uma análise detalhada recente, ver Haskel, J., [What's driving inflation: wages, profits, or energy prices?](#), discurso proferido no Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., 25 de maio de 2023.

o valor líquido calculado como o excedente de exploração bruto das SNF menos o consumo de capital fixo. Um último ponto quando se trata de determinar o que são lucros está relacionado com o impacto dos subsídios (como incluídos na componente de impostos menos subsídios do PIB). Dependendo do destinatário, esses subsídios são incluídos nos lucros ou nos rendimentos do trabalho e compensados na decomposição do deflator do PIB por via da componente de subsídios. A crise da COVID-19 e a crise energética resultaram em subsídios excepcionalmente elevados nos últimos anos, já que o apoio estatal através de regimes de retenção de postos de trabalho e face à crise energética foi, em parte, concedido por meio de subsídios. Os subsídios tiveram, assim, um impacto visível nas componentes de trabalho e lucro nos últimos anos⁸. É evidente que estes subsídios pagos às empresas têm de ser distinguidos dos lucros comerciais. Não obstante, qualquer financiamento adicional através de subsídios poderia, em princípio, ter impacto nos planos das empresas para ajustar os respetivos preços.

Os dados setoriais sugerem que a evolução dos excedentes de exploração brutos e líquidos das SNF tem sido um importante fator impulsor da recente robustez dos lucros unitários globais. Como atrás descrito, os excedentes de exploração brutos e líquidos das SNF estão mais próximos dos lucros comerciais do que a componente de EEB e rendimento misto, que diz respeito ao conjunto da economia. O gráfico C mostra os contributos do excedente de exploração líquido das SNF, do consumo de capital fixo das SNF e de outros rendimentos para os lucros unitários no conjunto da economia, como apresentado no gráfico B. Tal indica que, não obstante o fortalecimento das três componentes nos últimos trimestres, os excedentes de exploração brutos e líquidos das SNF têm sido mais dinâmicos recentemente do que os lucros unitários globais e foram importantes fatores impulsores do aumento dos lucros unitários⁹. O seu contributo para o crescimento cada vez mais forte do deflator do PIB no segundo semestre de 2022 foi notório. Tal demonstra que, em termos agregados, as empresas não amorteceram a subida de custos, sugerindo, com efeito, que os respetivos aumentos de preços excederam as subidas nos custos, contribuindo assim para a subida da inflação interna.

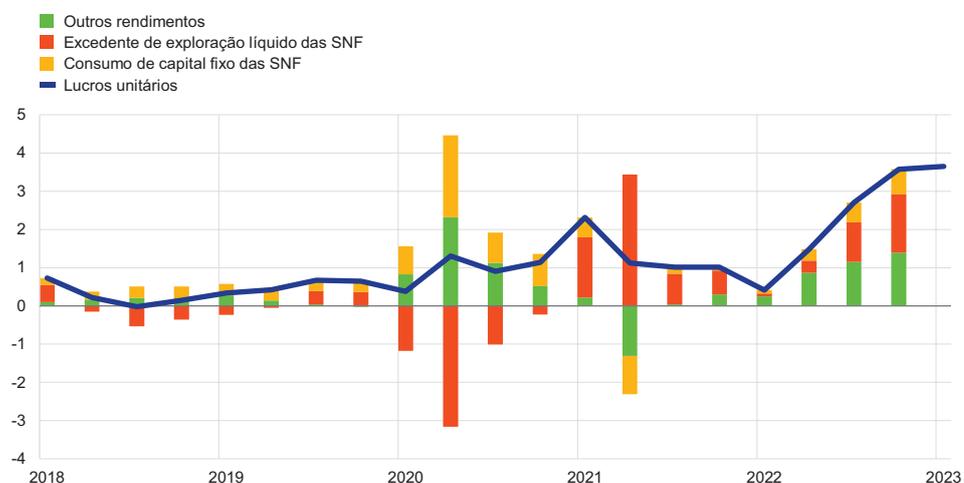
⁸ Apesar de os subsídios relacionados com regimes de retenção de postos de trabalho durante a recessão decorrente da COVID-19 terem visado sobretudo estabilizar o rendimento do trabalho e tenham sido refletidos diretamente nessa componente de rendimento, também tiveram um impacto visível na componente de lucros unitários, tendo esta componente sido muito mais resiliente do que em recessões anteriores. Embora as empresas procurem, em geral, reter os seus empregados nas fases iniciais de um abrandamento à custa dos lucros unitários, esta pressão em sentido descendente sobre os lucros unitários parece ter sido atenuada pela utilização muito mais generalizada de regimes de retenção de postos de trabalho no contexto da recessão decorrente da COVID-19. Ver a caixa intitulada [O papel das margens de lucro no ajustamento ao choque da COVID-19](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, março de 2021.

⁹ Ainda que os excedentes de exploração bruto e líquido das SNF representem 54% e 28%, respetivamente, do total do EEB e do rendimento misto para o conjunto da economia, no segundo semestre de 2022 explicaram percentagens maiores (de quase 60% e mais de 40%, respetivamente) do contributo dos lucros unitários. Com percentagens no PIB nominal de, aproximadamente, 23% e 12%, respetivamente, os excedentes de exploração bruto e líquido das SNF representaram cerca de 36% e 25%, respetivamente, do crescimento total do deflator do PIB.

Gráfico C

Desagregação dos contributos por lucros unitários

(contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2023 para os lucros unitários e ao quarto trimestre de 2022 para as componentes.

As pressões internas sobre os preços no setor das SNF ultrapassaram as observadas no conjunto da economia nos últimos trimestres, refletindo o forte crescimento dos custos unitários do trabalho, bem como um contributo desproporcionalmente grande dos excedentes de exploração unitários (gráfico D).

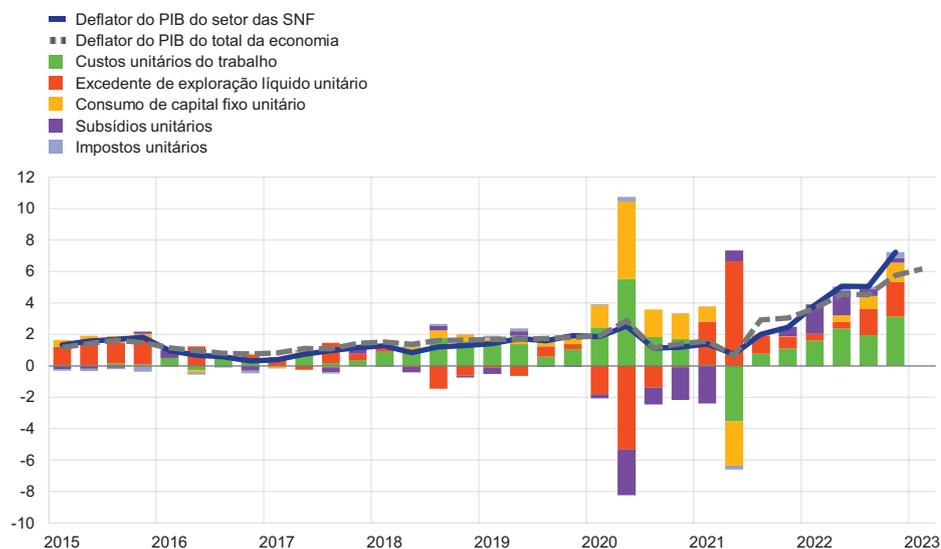
A taxa de crescimento homóloga do deflator do PIB para o setor das SNF aumentou para 7,2% no quarto trimestre de 2022, excedendo, assim, em 1,5 pontos percentuais, as pressões internas sobre os preços no conjunto da economia. Tal corresponde a um desvio face às regularidades históricas, visto que a taxa de crescimento do deflator do PIB no setor das SNF tem sido tipicamente inferior ao valor equivalente para o total da economia¹⁰. O recente crescimento substancial no deflator do PIB para o setor das SNF refletiu, em parte, o crescimento robusto dos custos unitários do trabalho nesse setor, cuja taxa de crescimento homóloga se situou em 5,1% no quarto trimestre de 2022 (0,6 pontos percentuais acima da taxa equivalente para o total da economia). Não obstante esta evolução, os excedentes de exploração brutos e líquidos deram contributos desproporcionalmente grandes para as pressões internas sobre os preços no setor das SNF no segundo semestre de 2022, representando quase 50% das pressões internas sobre os preços em termos brutos e um pouco mais de 30% em termos líquidos, excedendo bastante as correspondentes percentagens do PIB nominal (cerca de 40% e 20%, respetivamente).

¹⁰ No período de 2002 a 2021 (ou seja, antes dos recentes aumentos substanciais), a taxa de crescimento média do deflator do PIB para o setor das SNF situou-se em 1,1%, o que compara com uma taxa de 1,6% para o conjunto da economia. É de notar que o deflator do PIB para o setor das SNF se baseia em estimativas internas do BCE e apenas está disponível a partir de 2002.

Gráfico D

Deflator do PIB para o setor das SNF e contributos

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



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2023 para o deflator do PIB relativo ao conjunto da economia e ao quarto trimestre de 2022 para os restantes dados.

Os determinantes macroeconómicos tradicionais teriam apontado para uma evolução muito mais fraca dos lucros unitários, o que indica que o seu crescimento recente foi sobretudo impulsionado por fatores menos habituais.

Normalmente, os lucros unitários são influenciados em particular pelo ciclo económico e pelos termos de troca¹¹. Esperar-se-ia que o abrandamento cíclico da atividade económica até ao primeiro trimestre de 2023 e a evolução adversa dos termos de troca em 2022 atenuariam a evolução dos lucros unitários. Uma primeira razão para a invulgar força dos lucros unitários é o facto de que a procura ter vindo a ultrapassar a oferta em muitos setores, com a pandemia a gerar restrições generalizadas no abastecimento e, no rescaldo desta, a procura não satisfeita a desenvolver-se. Uma segunda razão prende-se com o facto de a forte dinâmica dos preços dos fatores de produção (por exemplo, dos produtos energéticos) ter tornado mais fácil para as empresas subir os preços, já que, numa tal situação, é mais difícil determinar se um aumento dos preços foi ditado por custos mais altos ou lucros unitários mais elevados¹². Além disso, as expectativas de novos aumentos substanciais dos preços dos fatores de produção poderiam ter motivado as empresas a antecipar a subida de preços para atenuar variações de preços ao longo do tempo¹³. Outra potencial razão é o facto de a conjuntura de elevada inflação desencadeada pelo choque sobre os termos de troca ter resultado numa descida

¹¹ Ver a caixa intitulada [De que forma é que os lucros ditam as pressões internas sobre os preços na área do euro?](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, setembro de 2019, a caixa intitulada [O papel das margens de lucro no ajustamento ao choque da COVID 19](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, março de 2021.

¹² Para provas da relação entre a inflação e o crescimento dos lucros, ver Andler, M. e Kovner, A., [Do corporate profits increase when inflation increases?](#), *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 13 de julho de 2022.

¹³ Ver Glover, A., Muñerá-del-Río, J. e von Ende-Becker, A., [How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?](#), *Economic Review*, vol. 108, n.º 1, Federal Reserve Bank of Kansas City, primeiro trimestre de 2023.

significativa do rendimento real para a economia interna, com os trabalhadores e as empresas possivelmente a visar recuperar essas perdas.

O papel que os lucros (comerciais) desempenham na inflação também foi recentemente avaliado com base em estimativas das margens comerciais e das margens de lucro determinadas a partir das contas das empresas.

Se bem que outros estudos assentes em dados sobre lucros e lucros unitários retirados das contas nacionais corroborem as conclusões apresentadas na presente caixa¹⁴, o facto de as estimativas das margens comerciais e das margens de lucro calculadas a partir das contas das empresas se manterem praticamente inalteradas é muitas vezes interpretado como sugerindo que o papel dos lucros é menos claro no que respeita à inflação¹⁵. Todavia, comparações dos conceitos subjacentes e exemplos estilizados da forma como estes diferentes indicadores reagem a um choque de custos dos fatores de produção intermédios revelam que os correspondentes movimentos proporcionam, efetivamente, um cenário coerente.

Numa situação caracterizada por grandes aumentos dos custos de consumo intermédio, as margens comerciais praticamente inalteradas observadas são, de facto, coerentes com pressões inflacionistas acrescidas decorrentes dos lucros unitários. O papel desempenhado pelos lucros no que respeita à inflação atraiu recentemente atenção na literatura económica, centrada na questão de saber se é possível obter informação sobre o comportamento das empresas a partir dos dados das contas nacionais. Na teoria microeconómica, considera-se por norma que as empresas fixam os preços como uma margem sobre os seus custos marginais. Consequentemente, as pressões sobre os preços podem decorrer tanto dos custos marginais como da margem. Esta última é normalmente utilizada para avaliar as estratégias de fixação de preços das empresas, que se considera que não foram alteradas se a margem permanecer inalterada. Na presença de fortes aumentos dos custos, uma margem inalterada implica aumentos igualmente fortes dos lucros unitários. Da perspetiva das empresas, esta margem inalterada pode ser vista como uma estratégia de fixação de preços inalterada e pode, neste aspeto, não ser considerada como contribuindo ativamente para pressões inflacionistas, já que os lucros simplesmente apresentam a mesma dinâmica forte que os custos gerais. Todavia, da perspetiva macroeconómica e da análise da inflação, qualquer aumento de uma componente de um preço contribui para a inflação, independentemente de potenciais variações no comportamento de fixação de preços subjacente¹⁶.

¹⁴ Ver, por exemplo, Ragnitz, J., [Gewinninflation und Inflationsgewinner](#), ifo Institute, 7 de dezembro de 2022; Capolongo, A., Kühl, M. e Skovorodov, V., [Firms' profits: cure or curse?](#), *ESM Blog*, 12 de maio de 2023; e Comissão Europeia, [Spring 2023 Economic Forecast: an improved outlook amid persistent challenges](#), 15 de maio de 2023.

¹⁵ Ver, por exemplo, Colonna, F., Torrini, R. e Viviano, E., [The profit share and firm mark-up: how to interpret them?](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 770, Banca d'Italia, maio de 2023, sobre a questão das margens comerciais, e Schlautmann, C., [Inflation oder 'Gierflation' – Was sich von den Grosskonzernen lernen lässt](#), *Handelsblatt*, 11 de maio de 2023, sobre as margens de lucro determinadas a partir das contas das empresas.

¹⁶ Colonna *et al.*, *op. cit.*, também mostram que as variações da percentagem de lucro nem sempre correspondem às da margem comercial – e que, tal como os lucros unitários, a percentagem de lucro não pode ser considerada um indicador inequívoco de uma mudança no comportamento de fixação de preços.

O quadro A fornece exemplos estilizados da evolução das margens comerciais e dos lucros unitários em resposta a um choque de custos dos fatores de produção intermédios.

Com base numa estrutura de custos hipotética, o quadro distingue entre uma situação (caso 1) em que a margem sobre os custos totais permanece inalterada após o choque de custos dos fatores de produção intermédios e uma situação (caso 2) em que apenas o mero aumento dos custos dos fatores de produção é transferido para o preço do produto (com a margem a mudar em resultado disso). No caso 1, um aumento de 67% nos custos dos fatores de produção no período T1 implica uma subida de 33% dos custos totais. Se for aplicada uma margem inalterada de 20% para além dos custos totais, os lucros e lucros unitários da empresa também sobem 33%, contribuindo assim para a inflação, a par do choque inicial de custos dos fatores de produção. No caso 2, os custos dos fatores de produção e os custos totais aumentam no mesmo montante que no caso 1, mas apenas o mero aumento dos custos é transferido para o preço, enquanto os lucros não são ajustados em resposta ao choque de custos dos fatores de produção. Por conseguinte, nesta situação o preço aumenta menos do que no caso 1 (28%), implicando um decréscimo da margem. Os lucros e lucros unitários mantêm-se inalterados e, portanto, não contribuem para a inflação. Estes exemplos mostram, assim, que, na presença de um choque de custos dos fatores de produção, os lucros unitários e o seu contributo para a inflação podem ser coerentes com uma margem constante e, por conseguinte, com um comportamento de fixação de preços inalterado. Mostram também que a margem tem de descer para que os lucros unitários permaneçam inalterados face a um choque de custos dos fatores de produção.

Quadro A

Exemplo estilizado da evolução dos indicadores de lucro em resposta a um choque de custos dos fatores de produção

Indicadores das contas nacionais	Período inicial (T0)	Caso 1		Caso 2	
		Pressuposto de margem constante		Pressuposto de margem não constante	
		T1	Variação (%) T0 a T1	T1	Variação (%) T0 a T1
Margem sobre os custos totais	20%	20%	0%	15%	-25%
Unidades reais	100	100	0%	100	0%
Custos intermédios	6 000	10 000	67%	10 000	67%
Custos do trabalho	6 000	6 000	0%	6 000	0%
Custos totais = custos intermédios + custos do trabalho	12 000	16 000	33%	16 000	33%
Lucros	2 400	3 200	33%	2 400	0%
Produto bruto nominal = custos totais + lucros	14 400	19 200	33%	18 400	28%
Lucros unitários = lucros / unidades reais	24	32	33%	24	0%
Preço = produto bruto nominal / unidades reais	144	192	33%	184	28%
Percentagem de lucro = lucros / (lucros + custos do trabalho)	29%	35%	22%	29%	0%
Percentagem de lucro = lucros / produto bruto nominal	17%	17%	0%	13%	-22%

Fonte: BCE.

Nota: No caso 1, pressupõe-se que a margem sobre os custos totais lucros se mantém constante; no caso 2, o cálculo da margem tem por base um pressuposto de que o preço apenas reflete os custos adicionais dos fatores de produção, mas não os lucros adicionais.

De igual modo, numa situação caracterizada por um aumento acentuado dos custos dos fatores de produção, margens de lucro brutas inalteradas nas contas das empresas podem também ser coerentes com pressões inflacionistas acrescidas decorrentes dos lucros. Como atrás referido, um

indicador das margens de lucro normalmente utilizado, que pode ser obtido a partir das contas das empresas, é a margem de lucro bruta, que é definida como os lucros brutos divididos pelo volume de negócios. Não obstante as diferenças em termos do conceito subjacente e das fontes de dados, a margem de lucro bruta pode, de um modo geral, ser considerada como a contrapartida da percentagem de lucro (definida como o rácio entre os lucros e o produto bruto nominal) nas contas nacionais. Nesta base, pode deduzir-se do quadro A que a margem de lucro bruta permanece inalterada no caso 1 (em que a margem comercial é constante), e que esta margem de lucro bruta inalterada é coerente com uma subida dos lucros unitários e das pressões inflacionistas decorrentes dos lucros. No caso 2 (em que apenas o aumento dos custos dos fatores de produção se reflete no preço, com os lucros unitários a permanecerem inalterados), a margem de lucro bruta diminui, dado os lucros brutos se manterem inalterados, enquanto o volume de negócios sobe.

No geral, os lucros unitários registaram um forte crescimento nos últimos trimestres e deram um contributo visível para as pressões internas sobre os preços na área do euro, mas espera-se que atuem como amortecedor face a alguma transmissão do aumento dos custos do trabalho. O crescimento

forte tem sido observado não apenas para o indicador de lucros unitários alargado baseado no EEB e no rendimento misto, como também para os indicadores de lucros definidos de forma mais restrita, disponíveis nas contas nacionais, que estão mais estreitamente ligados aos lucros comerciais. No contexto do aumento acentuado dos custos dos fatores de produção intermédios, este cenário de evolução dinâmica dos lucros unitários e efeitos em sentido ascendente sobre a inflação é consentâneo com as margens comerciais e margens de lucro brutas praticamente inalteradas observadas nas contas das empresas. Em termos prospetivos, o desvanecimento da procura não satisfeita relacionada com a pandemia, o abrandamento dos estrangulamentos no abastecimento e o impacto atenuante decorrente da maior restritividade da política monetária deverão significar que as empresas estão sob maior pressão para absorver o forte crescimento dos salários e o subsequente crescimento dos custos unitários do trabalho utilizando lucros unitários.

A evolução do peso da massa salarial na área do euro desde o início da pandemia

Por Katalin Bodnár e Matthias Mohr

A evolução recente da atividade económica e o aumento da inflação levantaram questões acerca da distribuição do rendimento entre os fatores de produção, nomeadamente o trabalho e o capital. O peso da massa salarial (*wage share*) (ou peso do rendimento do trabalho no produto – *labour share*) é uma medida que pode capturar alguns destes aspetos distributivos e indica a parte do rendimento nacional nominal afetado ao trabalho. Na presente caixa, é calculada como o total das remunerações dos trabalhadores por conta de outrem, corrigido da percentagem de trabalhadores por conta própria, dividido pelo valor acrescentado nominal bruto¹. O peso da massa salarial está intimamente ligado às margens de lucro². A sua evolução reflete fatores estruturais de longo prazo, tais como mudanças tecnológicas, globalização, reafetação setorial e características institucionais (incluindo alterações na regulamentação dos mercados de trabalho e do produto e quadros de fixação de salários (mínimos)) e fatores impulsionadores do ciclo económico a mais médio prazo, como a restritividade dos mercados de trabalho e o poder de negociação dos trabalhadores³. O peso da massa salarial pode ser um importante indicador de pressões inflacionistas através de efeitos de segunda ordem sobre os preços.

O peso da massa salarial na área do euro diminuiu desde o início da agressão militar da Rússia contra a Ucrânia, na sequência de alguma volatilidade durante a pandemia de coronavírus (COVID-19) (gráfico A). No final de 2019, o peso da massa salarial situava-se ligeiramente acima de 62%, próximo da sua média de longo prazo. Após o início da pandemia, aumentou fortemente para mais de 65% no segundo trimestre de 2020, refletindo a dissociação entre o crescimento do valor acrescentado e o crescimento das remunerações, devido ao recurso generalizado a regimes de manutenção de postos de trabalho. Durante as restrições relacionadas com a pandemia, a produção caiu e os trabalhadores por conta de

¹ A correção relativa aos trabalhadores por conta própria no numerador pressupõe que estes auferem, em média, os mesmos rendimentos do trabalho por pessoa que os trabalhadores por conta de outrem no respetivo setor. O denominador “valor acrescentado nominal bruto” consiste na soma dos rendimentos dos fatores internos (remuneração dos empregados, excedente de exploração bruto e rendimento misto), consumo de capital fixo (ou depreciação) e “outros impostos menos subsídios à produção”. É idêntico a “produto interno bruto a preços de base”. As referências aos setores empresariais referem-se a todos os setores NACE, incluindo o setor dos serviços públicos, que inclui a administração pública, a defesa, a educação e a saúde. Por definição, o peso da massa salarial no setor da administração pública institucional é de 100%. Tal deve-se ao facto de os serviços da administração pública não serem – ou apenas o serem de forma marginal – vendidos nos mercados, pelo que não é possível calcular o peso da massa salarial do setor da administração pública institucional.

² Para mais pormenores sobre a evolução recente das margens de lucro, ver a caixa intitulada “Como é que os lucros unitários contribuíram para a recente intensificação das pressões internas sobre os preços na área do euro?”, na presente edição do *Boletim Económico*.

³ Ver, por exemplo, Guschanski, A. e Onaran, Ö., “The decline in the wage share: falling bargaining power of labour or technological progress? Industry-level evidence from the OECD”, *Socio-Economic Review*, vol. 20, n.º 3, julho de 2022, pp. 1091-1124; e Velasquez, A., *Production Technology, Market Power, and the Decline of the Labor Share*, *IMF Working Paper*, n.º 23/32, Fundo Monetário Internacional, fevereiro de 2023.

outrem trabalharam menos horas do que o normal. No entanto, ao abrigo dos regimes de manutenção de postos de trabalho, mantiveram as suas relações de trabalho e foram parcialmente compensados pelo Estado ou pelos empregadores pela perda de rendimentos do trabalho. Uma parte significativa destes pagamentos foi registada como rendimento dos salários nas contas nacionais⁴. Consequentemente, a remuneração total dos empregados diminuiu menos do que o valor acrescentado bruto. No início de 2022, os regimes de manutenção de postos de trabalho tinham-se, de um modo geral, dissipado, à medida que a atividade económica recuperava, e o peso da massa salarial tinha caído para um nível próximo do registado antes da pandemia. Em seguida, continuou a diminuir até ao final de 2022, situando-se ligeiramente acima de 61% no último trimestre de 2022. Aumentou ligeiramente no primeiro trimestre de 2023, mas manteve-se abaixo da sua média de longo prazo e cerca de 0,9 pontos percentuais abaixo do nível observado no quarto trimestre de 2019.

Gráfico A

Peso da massa salarial e taxa de desemprego na área do euro

(escala da esquerda: percentagens do valor acrescentado bruto nominal; escala da direita: percentagens da população ativa)



Fontes: Eurostat, Euro Area Business Cycle Network (EABCN) e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2023. A média do peso da massa salarial de longo prazo calculada para o período 1998-2023 é de 62,4%, valor que corresponde à média de longo prazo calculada até ao final de 2019. As áreas a sombreado denotam episódios de recessão identificados pela EABCN. A recessão técnica na viragem do ano não é indicada no gráfico, em consonância com a avaliação do Comité de Vigilância do Ciclo Económico da Área do Euro, do CEPR-EABCN, em 27 de março de 2023.

Como facto estilizado alargado, o peso da massa salarial segue um padrão anticíclico: aumenta no início das recessões e diminui quando a recuperação começa. Esta evolução é ilustrada no gráfico A, no qual a taxa de desemprego (também contracíclica) pode ser vista como uma medida aproximada do ciclo económico. O gráfico apresenta igualmente as recessões na área do euro. O caráter contracíclico do peso da massa salarial deve-se aos diferentes desfasamentos na reação dos lucros e dos salários aos choques económicos. No início das

⁴ Ver o artigo intitulado [Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2020; a caixa intitulada “Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic” do artigo intitulado [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2020; e 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.

recessões, os lucros são tipicamente os que mais contribuem para a diminuição do rendimento e, por conseguinte, para o aumento do peso da massa salarial. Quando a recuperação se inicia, os lucros recuperam fortemente, conduzindo a uma diminuição do peso da massa salarial⁵. Com efeito, durante a crise na área do euro de 2010 a 2012, o peso da massa salarial começou num ponto baixo numa economia em sobreaquecimento, tendo depois aumentado fortemente nas duas fases de recessão do período anterior à pandemia, refletindo a queda dos lucros e a acumulação de mão de obra, antes de registar nova moderação na recuperação. Também aumentou no início da crise da COVID-19 e com a subsequente subida acentuada dos preços dos produtos energéticos, mas esses episódios foram de natureza diferente: embora os choques primários durante a crise financeira tenham sido sobretudo do lado da procura, suprimindo os lucros, agora a economia foi atingida por uma série de choques do lado da oferta. Embora o mercado de trabalho seja mais restritivo e o desemprego seja mais baixo do que antes e durante a crise financeira (o que se espera que venha a reforçar o poder de negociação dos trabalhadores), a atual conjuntura revelou-se mais favorável a aumentos das margens de lucro.

O abrandamento do peso da massa salarial desde o início de 2022 foi mais significativo na indústria e na construção, tendo aumentado nos serviços privados com uma menor componente de contacto e nos serviços públicos.

Não obstante a volatilidade decorrente da pandemia, o peso da massa salarial nestes últimos setores aumentou para um nível ainda mais elevado do que seria sugerido pelas suas tendências em sentido ascendente anteriores à pandemia (gráfico B)⁶. Em ambos os setores, tal reflete provavelmente o recente crescimento substancial dos salários. Os setores de mercado com uma menor componente de contacto prestam serviços principalmente a outras empresas, incluindo a indústria. O aumento do peso da massa salarial nestes setores (tanto antes como depois da pandemia) pode estar, em parte, relacionado com a diminuição do peso da massa salarial no setor da indústria e refletir o processo de subcontratação de serviços profissionais de remuneração particularmente elevada (como os serviços de contabilidade e jurídicos) a empresas de serviços mais especializadas. Desde a pandemia, a aceleração da digitalização, que exige uma maior percentagem de trabalhadores mais qualificados e mais bem remunerados, poderá ter acelerado

⁵ Ver “The Labor Share in Europe and the United States during and after the Great Recession”, [World Economic Outlook](#), Fundo Monetário Internacional, abril de 2012, pp. 36-37.

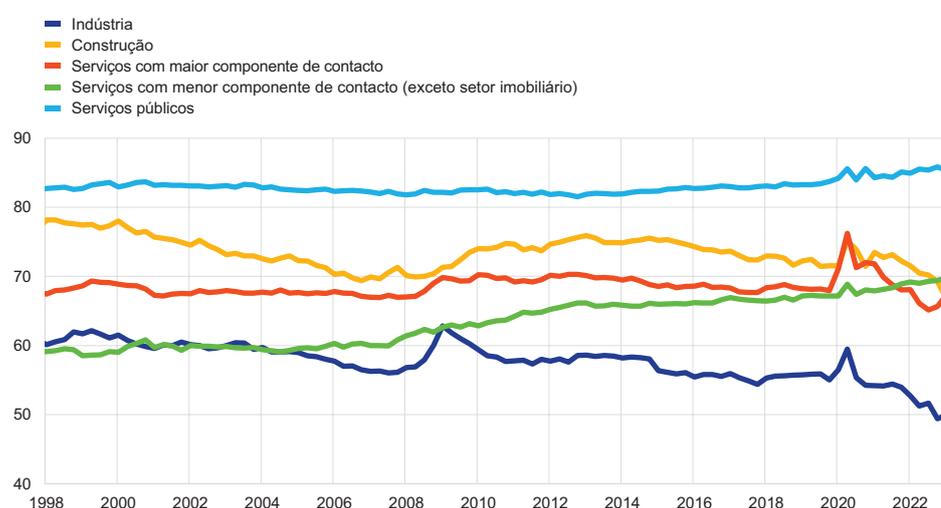
⁶ O peso da massa salarial apenas na economia de mercado, ou seja, excluindo os serviços públicos, diminuiu 1,2 pontos percentuais desde o quarto trimestre de 2019. Entre o quarto trimestre de 2019 e o primeiro trimestre de 2023, a remuneração por empregado no setor público e nos setores com menor componente de contacto aumentou 9,5% e 12,4%, respetivamente, ao passo que no total da economia aumentou 11,3%. O número de trabalhadores por conta de outrem aumentou também fortemente nestes setores alargados, 4,8% e 6,1%, respetivamente, enquanto no total da economia aumentou 3,1%.

ainda mais esta evolução⁷. Os serviços com uma maior componente de contacto – principalmente o comércio, os transportes e o alojamento – registaram quedas dos respetivos pesos da massa salarial no início de 2022, quedas essas que se inverteram recentemente, ao passo que nos setores da indústria e da construção se verifica um movimento descendente mais claro e persistente. É possível que algumas das descidas recentes reflitam a escassez de mão de obra surgida após a pandemia e à qual os empregadores podem ter de responder preenchendo algumas vagas com recurso a trabalhadores menos qualificados e com salários mais baixos. O aumento da percentagem de trabalhadores imigrantes (que, tipicamente, ganham salários mais baixos do que os trabalhadores locais) no emprego na área do euro, de 7,9% no quarto trimestre de 2019 para 8,6% no quarto trimestre de 2022, pode também ter contribuído para a descida global do peso da massa salarial.

Gráfico B

Peso da massa salarial nos principais subsectores económicos da área do euro

(em percentagem do valor acrescentado bruto)



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2023. Os serviços com maior componente de contacto incluem o comércio, os transportes, o alojamento e outros serviços. Os setores dos serviços com menor componente de contacto incluem a informação e comunicação, as atividades financeiras e de seguros, bem como os serviços profissionais e administrativos.

As mudanças na atividade económica entre setores não contribuíram para a descida mais recente do peso da massa salarial agregado observada na área do euro. As variações do peso da massa salarial agregado podem ser causadas por alterações setoriais em que os setores com um peso da massa salarial tradicionalmente mais baixo (ou mais elevado) contribuem mais para o

⁷ Para dados empíricos sobre a subcontratação de serviços, ver Baker, P., Foster-McGregor, N., Koenen, J., Leitner, S. M., Schricker, J., Stehrer, R., Strobel, T., Vermeulen, J., Vieweg, H.-G. e Yagafarova, A., *The Relation between Industry and Services in Terms of Productivity and Value Creation*, *wiiw Research Report*, n.º 404, The Vienna Institute for International Economic Studies, julho de 2015; Falk, M. e Peng, F., “The increasing service intensity of European manufacturing”, *The Service Industries Journal*, vol. 33, n.º 15-16, 2013, pp. 1686-1706; e Schettkat, R. e Yocarini, L., “The shift to services employment: A review of the literature”, *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 17, n.º 2, junho de 2006, pp. 127-147. Relativamente aos dados empíricos globalmente contraditórios sobre os efeitos a longo prazo da digitalização e automatização nos salários e no peso da massa salarial, que parecem ser amplamente mediados pela estrutura da economia e pelas suas instituições do mercado de trabalho, ver, na vertente de trabalho sobre digitalização, *Digitalisation: channels, impacts and implications for monetary policy in the euro area*, *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 266, BCE, setembro de 2021.

valor acrescentado global. No entanto, numa análise de mudança de quota-parte, concluiu-se que o contributo para a diminuição do peso da massa salarial advindo de uma mudança das ponderações do valor acrescentado entre os principais setores para os que apresentam um menor peso da massa salarial foi apenas marginal, de -0,1 pontos percentuais. Ao invés, a diminuição é explicada sobretudo por descidas nos subsetores, com um contributo de -0,6 pontos percentuais para a diminuição global do peso da massa salarial desde o último trimestre de 2019⁸.

A diminuição dos salários reais dos consumidores reflete o menor peso da massa salarial e a deterioração dos termos de troca, mas o impacto das perdas de salários reais nos rendimentos das famílias foi parcialmente atenuado por medidas de apoio orçamental. Os salários reais dos consumidores têm diminuído desde o início da guerra na Ucrânia, o que implica que parte do recente choque nos termos de troca e o seu impacto na inflação dos preços no consumidor estão a ser absorvidos pelos trabalhadores (gráfico C). No primeiro trimestre de 2023, os salários reais apresentaram alguma recuperação parcial. Embora a decomposição dos salários reais no peso da massa salarial, nos termos de troca e no crescimento da produtividade seja mecânica e não possa ter em conta o caráter endógeno desta evolução (por exemplo, entre o crescimento do peso da massa salarial e da produtividade), continua a ilustrar a confluência da evolução do crescimento do peso da massa salarial e dos salários reais nos últimos trimestres, refletindo, por um lado, negociações salariais faseadas, que significam um ajustamento dos salários mais lento do que dos preços e dos lucros. Por outro lado, algumas medidas de apoio estatal – que ascenderam a 1,9% do PIB da área do euro em 2022 – limitaram o impacto da inflação elevada (principalmente dos produtos energéticos) nas famílias de baixos rendimentos e atenuaram o impacto das perdas nos salários reais no rendimento⁹. Este apoio poderá ter ajudado a contrariar quer a volatilidade da economia real quer o impacto da inflação elevada. Assim, a diminuição do peso da massa salarial poderá sobrestimar a variação real da distribuição do rendimento. Como a inflação global está a diminuir, o crescimento dos salários nominais está a intensificar-se, sendo de esperar que os lucros absorvam o conseqüente crescimento dos custos unitários do trabalho e que o peso da massa salarial continue a recuperar para um valor mais próximo da sua média de mais longo prazo anterior à pandemia¹⁰.

⁸ Um outro contributo negativo, de cerca de -0,2 pontos percentuais, adveio de uma componente residual, refletindo uma correlação negativa entre os níveis setoriais do peso da massa salarial e as respetivas variações. O cálculo observa a análise de mudança de quota-parte da produtividade em Denis, C., McMorrow, K. e Röger, W., [An analysis of EU and US productivity developments \(a total economy and industry level perspective\)](#), *European Economy – Economic Papers*, n.º 208, Comissão Europeia, julho de 2004, p. 78.

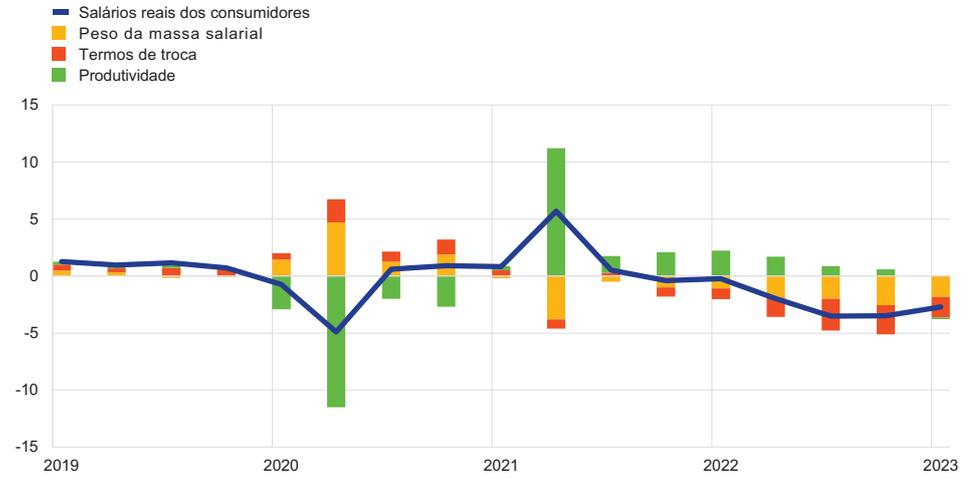
⁹ Ver a caixa intitulada [Quem paga a conta? O impacto desigual do recente choque sobre os preços dos produtos energéticos](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2023; e a caixa intitulada [Atualização sobre as respostas à crise energética e à elevada inflação na área do euro em termos de políticas orçamentais](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2023.

¹⁰ Ver a caixa intitulada “Como é que os lucros unitários contribuíram para a recente intensificação das pressões internas sobre os preços na área do euro?”, na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico C

Peso da massa salarial e salários reais dos consumidores na área do euro

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



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2023. Os "termos de troca" são aqui definidos como o rácio do deflator do valor acrescentado em relação ao deflator do consumo privado. Este último integra os preços dos serviços e bens importados, ao contrário do deflator do valor acrescentado.

5 Expetativas das empresas quanto aos preços de venda – dados do SAFE

Por Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund e Erzsebet Judit Rariga

A presente caixa aborda as expetativas das empresas em termos de preços de venda no período de abril de 2023 a abril de 2024, centrando-se na heterogeneidade entre os setores retalhista e não retalhista. O último [inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento \(Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE\)](#), realizado entre 6 de março e 14 de abril de 2023, incluiu duas perguntas *ad hoc* sobre as expetativas subjetivas das empresas acerca de alterações i) dos seus preços de venda e ii) dos salários dos seus empregados atuais nos próximos 12 meses¹. A presente caixa foca apenas as expetativas das empresas quanto aos seus preços de venda. Como o SAFE inclui empresas que vendem tanto a outras empresas como a consumidores, as suas expetativas médias acerca dos preços de venda futuros representam uma combinação de preços no produtor e no consumidor. Por conseguinte, as empresas foram agrupadas em dois setores alargados: empresas do setor retalhista e não retalhista, em função da respetiva classificação por ramo de atividade de acordo com a NACE². Tal permite distinguir entre as empresas que vendem bens e serviços intermédios e finais a outras empresas e as que vendem diretamente aos consumidores finais³.

Em média, as empresas da área do euro esperam que os seus preços de venda subam 6,1% nos próximos 12 meses, com maiores aumentos no setor retalhista (gráfico A)⁴. Com base na classificação de acordo com a NACE, as empresas do setor retalhista e de outros setores que vendem predominantemente

¹ Para mais pormenores sobre as expetativas das empresas em termos de salários, ver a caixa 1, intitulada “Ad hoc questions – Firms’ expectations about selling prices and wages”, do [relatório](#) sobre a 28.ª ronda do SAFE (outubro de 2022 a março de 2023).

² A nomenclatura estatística das atividades económicas na Comunidade Europeia (*statistical classification of economic activities in the European Community – NACE*) é a forma de classificação de atividades económicas na União Europeia.

³ O grupo “empresas do setor retalhista” inclui empresas que operam principalmente no comércio a retalho, na venda de automóveis, no transporte de passageiros, no alojamento e na restauração, setores, que são abrangidas diretamente pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC). O grupo de “empresas do setor não retalhista” compreende empresas que operam sobretudo na indústria transformadora e construção. Este grupo reflete melhor os bens intermédios ou os bens finais que estão menos diretamente ligados ao consumidor/retalho. Visto que a informação setorial pormenorizada é obtida estabelecendo uma correspondência entre as respostas individuais ao inquérito e as demonstrações financeiras das empresas na base de dados Orbis da empresa Bureau Van Dijk, o exercício é realizado com recurso a um subconjunto de 5829 das 10 983 empresas inquiridas. Embora o exercício filtre empresas de setores relevantes para o IHPC, a amostra não reflete necessariamente a composição do cabaz do IHPC. Por este motivo, as expetativas das empresas quanto aos seus futuros preços de venda aqui reportadas não podem ser diretamente comparadas com medidas comumente utilizadas das expetativas de inflação dos preços no consumidor por três razões. Primeiro, enquanto as empresas dos setores retalhistas são definidas aqui como as consideradas para o cálculo do IHPC, estas empresas podem estar igualmente envolvidas no mercado grossista, o que implicaria que os seus preços refletiriam ao invés os preços no produtor. Segundo, várias empresas vendem bens intermédios e não bens finais, que são contemplados no IHPC. Terceiro, as respostas referem-se aos preços das próprias empresas e não a um índice de preços agregado.

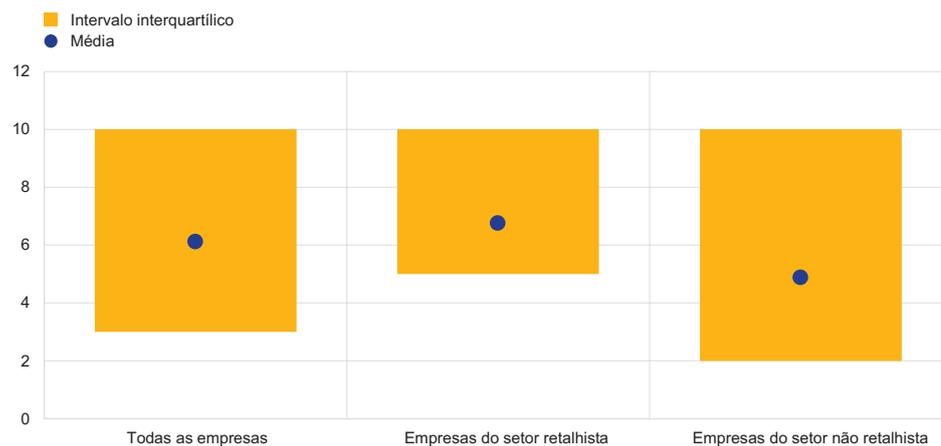
⁴ As médias ponderadas são calculadas após eliminação de observações abaixo do percentil 1 e acima do percentil 99 das distribuições por país. A expetativa mediana de variações de preços e salários é exatamente de 5% em todas as classes de dimensão das empresas.

a consumidores finais reportaram, em média, preços de venda esperados significativamente mais elevados (6,8%) nos próximos 12 meses, em comparação com as empresas dos setores não retalhistas (4,9%), bem como uma distribuição menos dispersa.

Gráfico A

Variações do preço de venda médio esperado nos próximos 12 meses

(percentagens)



Fontes: SAFE do BCE e Comissão Europeia.

Notas: Expetativas médias quanto aos preços de venda nos próximos 12 meses, tal como reportadas pelas empresas da área do euro, juntamente com intervalos interquartilicos, utilizando as ponderações do inquérito. As estatísticas são calculadas após eliminação dos dados nos percentis 1 e 99 das distribuições por país. A distribuição de "Todas as empresas" inclui as respostas de todas as empresas incluídas no SAFE (10 983). Ver a nota de rodapé relevante para mais pormenores sobre a classificação de empresas como "empresas do setor retalhista" e "empresas do setor não retalhista". A variação do preço de venda médio esperado no subconjunto de empresas dos setores retalhista e não retalhista combinado com o conjunto de dados da base de dados Orbis da empresa Bureau Van Dijk é de 5,6%. Os valores referem-se à 28.ª ronda do SAFE (outubro de 2022 a março de 2023).

As empresas que reportaram aumentos recentes dos fatores de produção e dos custos de financiamento esperam preços de venda mais elevados (gráfico B).

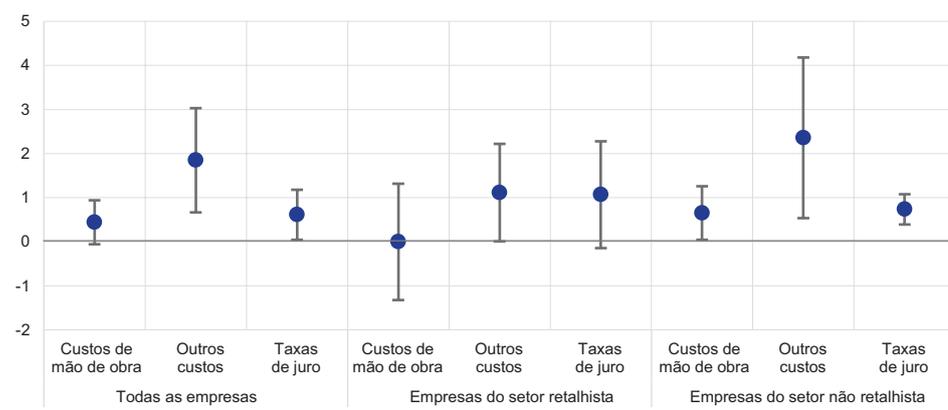
As empresas incluídas no relatório do SAFE indicam se os respetivos custos de mão de obra, outros custos de fatores de produção (relacionados sobretudo com materiais e produtos energéticos) e os custos de financiamento bancário aumentaram, permaneceram inalterados ou diminuíram nos últimos seis meses. As regressões de forma reduzida considerando o impacto conjunto desses custos de produção e de financiamento sugerem que as empresas que reportaram um aumento dos custos relacionados com materiais e produtos energéticos no período de outubro de 2022 a março de 2023 esperam que os seus preços de venda aumentem nos próximos 12 meses cerca de 2 pontos percentuais mais do que as empresas que indicaram que os custos dos fatores de produção não relacionados com o trabalho permanecem inalterados ou decrescentes. Os aumentos anteriormente reportados dos custos dos produtos energéticos e dos materiais são relevantes para os preços de venda futuros tanto das empresas retalhistas como não retalhistas, mas o efeito é maior para as não retalhistas. Uma explicação poderá ser o facto de as empresas não retalhistas serem sobretudo do setor da indústria transformadora, onde os custos dos produtos energéticos e de outros fatores de produção representam uma percentagem maior dos custos totais do que no retalho. Além disso, as empresas do setor não retalhista que reportaram aumentos anteriores dos custos de mão de obra e das despesas com taxas de juro esperam que os seus preços de venda subam no próximo ano. As estimativas de

forma reduzida para o impacto das taxas de juro são coerentes com o aparecimento de um canal de custos da transmissão monetária, pelo qual as variações das taxas de juro afetam o comportamento de fixação de preços e a evolução da inflação através da subida dos custos marginais reais⁵. Ao mesmo tempo, esta regressão de forma reduzida a nível das empresas não chega a captar o impacto atenuante global das taxas de juro mais elevadas sobre a inflação através de um canal de procura agregada tradicional da transmissão monetária.

Gráfico B

Preços de venda esperados e custos de produção e de financiamento anteriores

(pontos percentuais)



Fontes: SAFE do BCE e Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico mostra os coeficientes da regressão da variação esperada dos preços nas variações dos custos de mão de obra, dos outros custos (materiais e produtos energéticos) e do nível das taxas de juro. As variáveis do lado direito da regressão assumem o valor 1, se as empresas indicaram um aumento dos custos de mão de obra, de outros custos ou do nível das taxas de juro para o período de outubro de 2022 a março de 2023. As regressões incluem efeitos fixos em termos de país e dimensão das empresas. As barras representam intervalos de confiança de 90% com base em erros-padrão agrupados por país. Ver a nota de rodapé relevante para mais pormenores sobre as categorias "Todas as empresas", "Empresas do setor retalhista" e "Empresas do setor não retalhista". Os valores referem-se à 28.ª ronda do SAFE (outubro de 2022 a março de 2023).

Os aumentos esperados dos preços de venda são mais elevados para as empresas que esperam um aumento do volume de negócios, tanto no setor retalhista como no setor não retalhista (gráfico C).

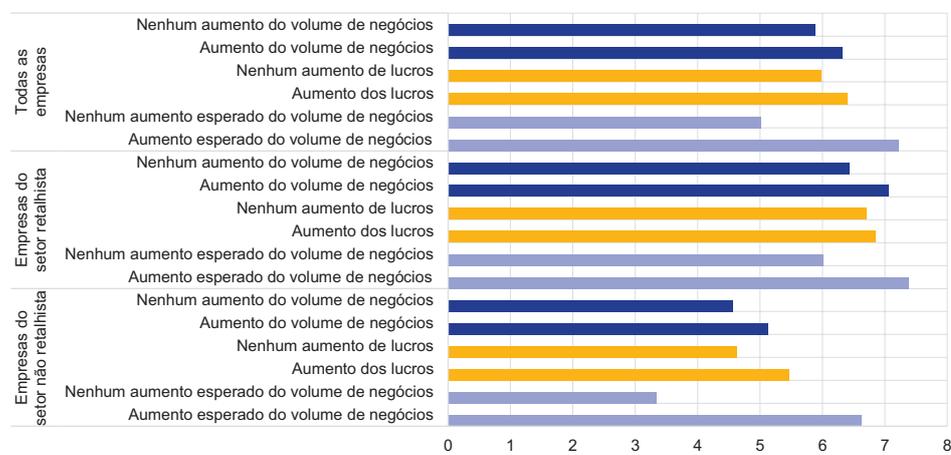
Nas respostas ao SAFE, as empresas também comunicam se o seu volume de negócios e os seus lucros nos últimos seis meses aumentaram, permaneceram inalterados ou diminuíram, bem como as suas expectativas quanto ao volume de negócios esperado nos próximos seis meses. Para todas as empresas incluídas na amostra e nas desagregações das empresas por setor, os anteriores aumentos do volume de negócios e dos lucros não estão associados às empresas que reportaram uma diferença significativa nos preços de venda esperados. Empresas tanto do setor retalhista como do setor não retalhista sinalizaram preços de venda esperados significativamente mais elevados, quando também reportaram um volume de negócios esperado mais elevado nos próximos seis meses. Tal pode refletir o facto de as empresas que esperam um aumento da procura dos seus produtos e serviços, após a reabertura da economia, serem mais suscetíveis de subir os preços futuramente. O aumento futuro esperado dos preços de venda e do volume de negócios poderá também ser impulsionado por custos dos fatores de produção mais elevados do que o esperado.

⁵ Ver, por exemplo, Ravenna, F. e Walsch, C.E., "Optimal Monetary Policy with the Cost Channel", *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, n.º 2, março de 2006, pp. 199-216.

Gráfico C

Expetativas relativas aos preços de venda por volume de negócios e lucros

(percentagens)



Fontes: SAFE do BCE e Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico mostra os coeficientes da regressão da variação esperada dos preços nas variações dos custos de mão de obra, dos outros custos (materiais e produtos energéticos) e do nível das taxas de juro. As variáveis do lado direito da regressão assumem o valor 1, se as empresas indicaram um aumento dos custos de mão de obra, de outros custos ou do nível das taxas de juro para o período de outubro de 2022 a março de 2023. As regressões incluem efeitos fixos em termos de país e dimensão das empresas. As barras representam intervalos de confiança de 90% com base em erros-padrão agrupados por país. Ver a nota de rodapé relevante para mais pormenores sobre as categorias "Todas as empresas", "Empresas do setor retalhista" e "Empresas do setor não retalhista". Os valores referem-se à 28.ª ronda do SAFE (outubro de 2022 a março de 2023).

As empresas de produção em setores e países que reportaram aumentos anteriores mais elevados dos preços no produtor esperam um aumento menor dos preços de venda nos próximos 12 meses (gráfico D).

As empresas da indústria transformadora (para as quais estão disponíveis dados sobre os preços no produtor a nível da indústria de cada país) revelam uma heterogeneidade significativa nos seus preços de venda esperados. As empresas que reportaram aumentos dos preços no produtor acima da mediana no terceiro trimestre de 2022 esperam um aumento de cerca de 3,4% (no terceiro quartil da distribuição da inflação dos preços no produtor) e de 2% (no quarto quartil), o que é muito inferior ao preço de venda médio esperado⁶. As empresas dos setores que reportaram aumentos dos preços no produtor inferiores à mediana no passado esperam preços de venda mais elevados no próximo ano (cerca de 5,5%). Atendendo a que os setores da indústria transformadora vendem principalmente fatores de produção intermédios a outros setores, esta heterogeneidade poderá ajudar-nos a compreender a transmissão dos preços no produtor aos preços no consumidor⁷. O comportamento de fixação de preços observado pode ser consentâneo com modelos de fixação de preços dependentes da situação, em que a probabilidade de ajustamentos de preços aumenta em função dos desalinhamentos de preços⁸.

⁶ Com base no código trimestral de dois dígitos da NACE Rev. 2 – dados por país, o índice de preços no produtor mediano para o terceiro trimestre de 2022 é de cerca de 13%.

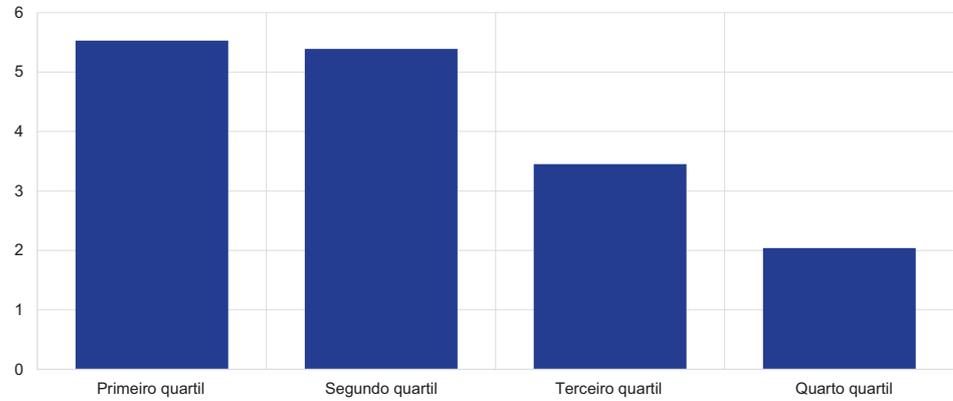
⁷ Ver também a caixa 3, intitulada "Como é que os lucros contribuíram para a recente intensificação das pressões internas sobre os preços na área do euro?", na presente edição do *Boletim Económico*, para uma análise mais aprofundada do contributo dos lucros unitários para as pressões internas sobre os preços na área do euro.

⁸ Karadi, P., Schoenle, R. e Wursten, J., *Measuring price selection in microdata: it's not there*, *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2566, BCE, junho de 2021.

Gráfico D

Expetativas quanto aos preços de venda por quartis de anteriores aumentos dos preços no produtor

(percentagens)



Fontes: SAFE do BCE e da Comissão Europeia, Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Variações esperadas dos preços de venda de empresas de produção. O gráfico apresenta os preços de venda esperados médios nos próximos 12 meses por quartis dos aumentos dos preços no produtor no terceiro trimestre de 2022. O índice de preços no produtor (IPP) é definido como a variação percentual face ao mesmo período no ano precedente. Para as empresas no primeiro quartil, o nível de código IPP da NACE Rev. 2 situa-se entre -4,4% e 8%, entre 8% e 13% para as empresas no segundo quartil, entre 13% e 18% para as empresas no terceiro quartil e entre 18% e 80% para as empresas no quarto quartil. Os valores referem-se à 28.ª ronda do SAFE (outubro de 2022 a março de 2023).

A grande contenção nos fluxos financeiros externos da área do euro em 2022 – informações obtidas em estatísticas mais granulares da balança de pagamentos

Por Lorenz Emter, Mariadolores Schiavone e Martin Schmitz

A presente caixa analisa a contenção (“retrenchment”) nos fluxos financeiros externos da área do euro em 2022 – a maior desde a crise financeira mundial – recorrendo a novas desagregações das estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional da área do euro¹. Uma evolução importante em 2022 foi a passagem do saldo da balança corrente da área do euro para um défice de 137 mil milhões de euros (-1,0% do PIB), após um excedente de 285 mil milhões de euros (2,3% do PIB) em 2021. Tal constituiu a maior variação anual jamais registada no saldo da balança corrente da área do euro². No mesmo período, o excedente da balança financeira caiu de 312 mil milhões de euros para 14 mil milhões de euros, no contexto de uma inversão acentuada dos fluxos financeiros da área do euro tanto do lado do ativo como do passivo. A análise da balança financeira tornou-se cada vez mais complexa nos últimos anos, devido à expansão das cadeias de intermediação financeira internacionais, que envolvem frequentemente entidades não bancárias localizadas em centros financeiros internacionais³. Tal como recomendado nos manuais estatísticos internacionais, o BCE desenvolveu novas desagregações das estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional da área do euro, de modo a facilitar uma melhor análise da exposição ao risco e das interligações⁴.

A forte contenção nos fluxos financeiros externos da área do euro em 2022 deveu-se sobretudo à evolução do investimento de carteira e do investimento direto estrangeiro (gráfico A). Em 2022, as transações líquidas dos investidores da área do euro em ativos de fora da área do euro inverteram-se de um valor máximo plurianual registado em 2021 (investimento líquido de 1,4 biliões de euros) para um desinvestimento líquido de 0,3 biliões de euros em 2022.

¹ Os novos dados reportados de acordo com a versão alterada da [Orientação BCE/2018/19](#) em matéria de estatísticas externas do BCE incluem desagregações adicionais por setor residente, país da contraparte e instrumentos de dívida do investimento direto estrangeiro. As novas séries estão disponíveis a partir do primeiro trimestre de 2019 e serão disponibilizados novos dados retrospectivos no decurso de 2024. Para mais informações sobre as estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional da área do euro, ver o [sítio do BCE](#).

² Ver a última divulgação estatística do BCE sobre a [balança de pagamentos e posição de investimento internacional da área do euro em termos trimestrais](#).

³ Lane, P. R., [The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#), discurso de abertura na conferência conjunta do Banco Central Europeu, do Comité Irving Fisher e do Banco de Portugal intitulada “Bridging measurement challenges and analysis needs of external statistics: evolution or revolution?”, 17 de fevereiro de 2020; e Coppola, A., Maggiori, M., Neiman, B. e Schreger, J., [Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens](#), *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 136(3), 2021, pp.1499-1556.

⁴ [Manual](#) da Balança de Pagamentos e da Posição de Investimento Internacional do Fundo Monetário Internacional, sexta edição (MBP6). Para consultar dados recentes sobre transações financeiras entre setores da área do euro, ver a última divulgação estatística do BCE sobre a [Evolução económica e financeira da área do euro por setor institucional](#) (em particular, o quadro 1).

Esta inversão acentuada dos fluxos financeiros do lado do ativo da área do euro deveu-se sobretudo à evolução das participações no capital detidas em carteira (ações cotadas e ações de fundos de investimento) e da dívida em carteira. Além disso, os fluxos de investimento direto estrangeiro (IDE) contribuíram notoriamente para a contenção, após um período de volatilidade incaracteristicamente elevada nos últimos anos⁵. Do mesmo modo, do lado do passivo, os investidores de fora da área do euro passaram de compradores líquidos de ativos da área do euro em 2021 para vendedores líquidos em 2022. Os maiores desinvestimentos líquidos ocorreram no IDE, enquanto as aquisições líquidas de títulos de participação no capital da área do euro detidos em carteira cessaram na sua quase totalidade, após um máximo histórico em 2021. Paralelamente, as vendas líquidas de títulos de dívida da área do euro por investidores estrangeiros diminuíram em 2022, após vários anos de fortes desinvestimentos líquidos⁶. No geral, as vendas líquidas observadas quer nos ativos quer nos passivos e a inversão das transações financeiras em 2022 foram as mais substanciais desde 2009. O resto da presente caixa centra-se nos principais fatores impulsionadores da contenção – investimento de carteira e IDE – em maior pormenor.

⁵ Tradicionalmente, os fluxos relacionados com investimento direto estrangeiro eram considerados a categoria menos volátil dos fluxos de capital internacionais. Ver, por exemplo, Eichengreen, B., Gupta, P. e Masetti, O., [Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?](#), *Asian Economic Papers*, vol. 17(1), 2018, pp. 22–41. Porém, nos últimos anos, o forte papel das empresas multinacionais tem sido acompanhado de uma maior volatilidade, especialmente no caso das pequenas economias abertas. Ver, por exemplo, Di Nino, V., Habib, M. e Schmitz, M., [Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2020.

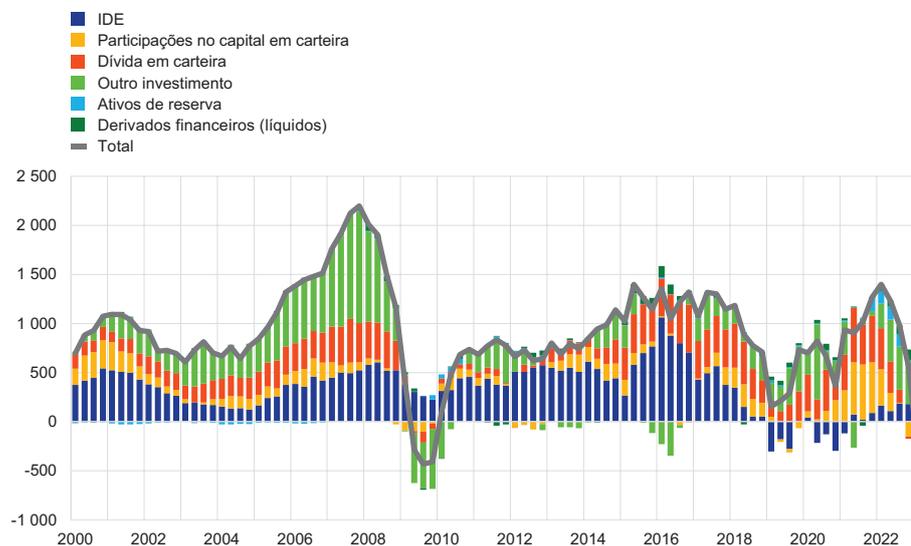
⁶ As transações na categoria “outro investimento” também se inverteram a partir de valores positivos elevados em 2022 – em particular do lado do passivo – devido sobretudo a uma diminuição dos depósitos de não residentes na área do euro detidos no Eurosistema.

Gráfico A

Balança financeira da área do euro

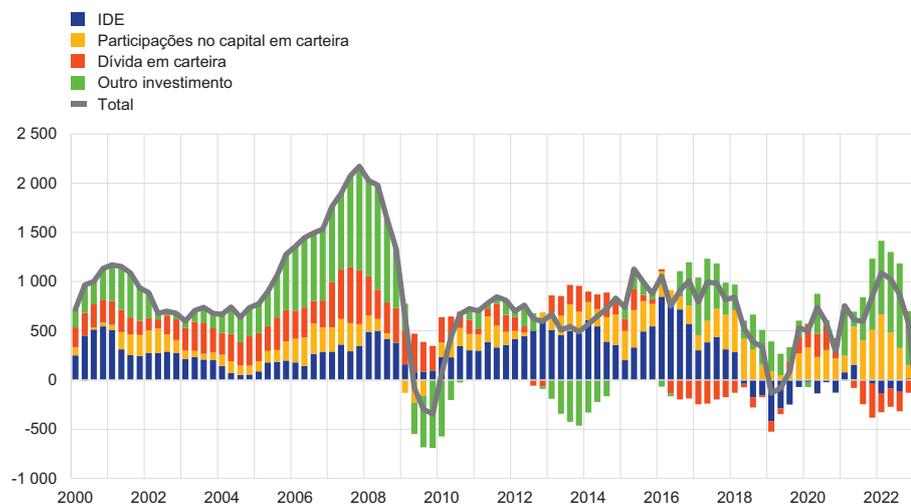
a) Ativo

(somam móveis de quatro trimestres, mil milhões de euros)



b) Passivo

(somam móveis de quatro trimestres, mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

Notas: Relativamente aos ativos, um valor positivo (negativo) indica compras (vendas) líquidas de instrumentos de fora da área do euro por investidores da área do euro. Relativamente aos passivos, um valor positivo (negativo) indica compras (vendas) líquidas de instrumentos da área do euro por investidores de fora da área do euro. A última observação refere-se ao quarto trimestre de 2022.

A contenção dos investidores da área do euro em relação aos ativos de investimento de carteira em 2022 foi principalmente impulsionada por fundos de investimento – que tendem a ser investidores pró-cíclicos – enquanto as sociedades de seguros e fundos de pensões compensaram, em certa medida, a inversão das saídas (gráfico B). As séries recentemente disponibilizadas das

estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional da área do euro fornecem uma desagregação do setor dos intermediários financeiros não bancários⁷. A desagregação revela, em particular, a importância dos fundos de investimento da área do euro enquanto detentores de títulos de investimento de carteira emitidos por não residentes na área do euro (representando 59% do total das detenções de participações no capital e de dívida no final de 2022)⁸. Em consonância com esta evolução, a variação do padrão do investimento de carteira da área do euro de aquisições líquidas (790 mil milhões de euros em 2021) para vendas líquidas (235 mil milhões de euros em 2022) de títulos de dívida e de títulos de participação no capital foi impulsionada, em grande medida, pelo setor dos fundos de investimento. No geral, os fundos de investimento tendem a ser investidores pró-cíclicos, ou seja, vendem títulos em períodos de elevada aversão ao risco, originando assim volatilidade nos fluxos financeiros, enquanto as sociedades de seguros e fundos de pensões tendem a atuar de forma contracíclica, em linha com os padrões observados para a área do euro em 2022⁹. Além disso, as alterações nos padrões de investimento em 2022 assinalaram o fim de uma fase prolongada de reequilíbrio de carteiras em larga escala no sentido de títulos extra-área do euro, iniciada em 2014, altura em que o BCE introduziu taxas de juro negativas e lançou os seus programas de compra de ativos¹⁰.

⁷ A nova desagregação do setor dos intermediários financeiros não bancários inclui dados separados para os fundos de investimento, sociedades de seguros e fundos de pensões, e outras instituições financeiras.

⁸ Os padrões de investimento dos fundos de investimento da área do euro são importantes para avaliar as exposições dos investidores subjacentes nestes fundos, em particular fundos de pensões, sociedades de seguros e famílias. Ver Carvalho, D. e Schmitz, M., [Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking through investment funds](#), *Review of International Economics*.

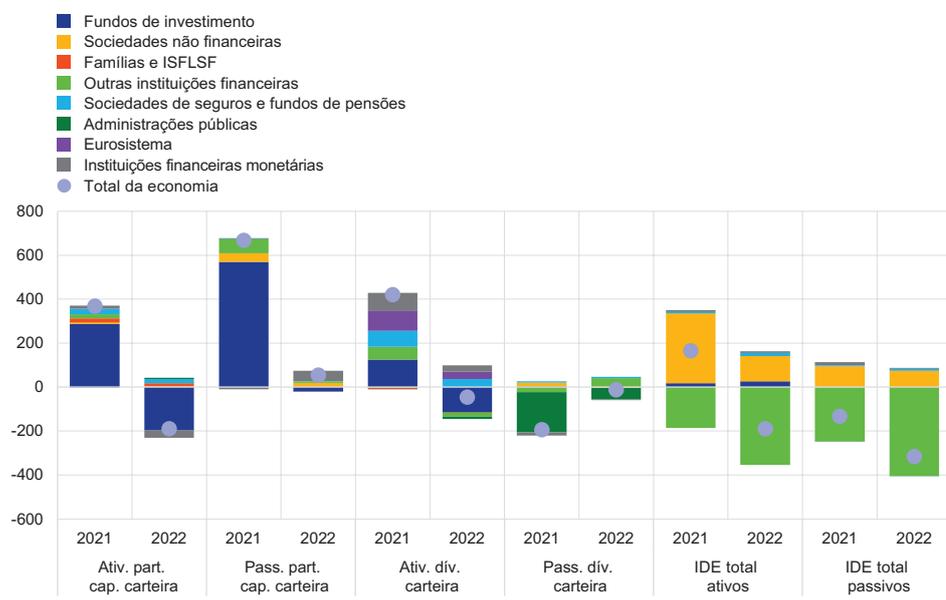
⁹ Ver Timmer, Y., [Cyclical investment behavior across financial institutions](#), *Journal of Financial Economics*, vol. 129, n.º 2, 2018, pp. 268-286.

¹⁰ O programa de compra de ativos do BCE foi iniciado em meados de 2014, tendo o seu programa de compra de ativos devido a emergência pandémica sido lançado em março de 2020. As aquisições líquidas de ativos ao abrigo de ambos os programas foram descontinuadas em 2022. Ver Cœuré, B., [The international dimension of the ECB's asset purchase programme](#), discurso proferido numa reunião do grupo de contacto para o mercado cambial, 11 de julho de 2017; Lane, P. R., [The international transmission of monetary policy](#), discurso de abertura na reunião do Programa de Macroeconomia e Finanças Internacionais do CEPR, 14 de novembro de 2019; e Bergant, K., Fidora, M. e Schmitz, M., [International capital flows at the security level: evidence from the ECB's Asset Purchase Programme](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2388, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2020.

Gráfico B

Balança financeira da área do euro: rubricas seleccionadas, por setor residente

(somadas de quatro trimestres, mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

Notas: Relativamente aos ativos, um valor positivo (negativo) indica compras (vendas) líquidas de instrumentos de fora da área do euro por investidores da área do euro. Relativamente aos passivos, um valor positivo (negativo) indica compras (vendas) líquidas de instrumentos da área do euro por investidores de fora da área do euro. A última observação refere-se ao quarto trimestre de 2022. A sigla "ISFLSF" corresponde a instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias.

Em termos geográficos, a contenção no investimento de carteira em 2022 concentrou-se sobretudo em títulos emitidos por economias avançadas no caso das participações no capital, enquanto no caso dos títulos de dívida foi mais pronunciada para os títulos de dívida emitidos por economias de mercado emergentes, em linha com a deterioração do sentimento dos investidores a nível mundial (gráfico C). A nova desagregação dos países da contraparte da área do euro permite uma melhor cobertura quer das economias avançadas (com a inclusão da Austrália, Coreia do Sul e Noruega) quer das economias de mercado emergentes (atualmente incluindo também a África do Sul, Arábia Saudita, Argentina, Indonésia, México e Turquia). Estas novas estatísticas revelam que os investidores da área do euro reduziram a sua exposição a títulos de participação no capital emitidos por residentes nos Estados Unidos, no Reino Unido e noutras economias avançadas em 2022. No caso dos títulos de dívida, o quadro é mais matizado: os investidores da área do euro, no geral, venderam um montante substancial de títulos emitidos por residentes em economias de mercado emergentes, centros financeiros *offshore* e no Reino Unido. Entre as economias de mercado emergentes, estas vendas líquidas foram impulsionadas por desinvestimentos em títulos emitidos na China, no México e na Rússia¹¹. Além disso, as vendas líquidas de títulos emitidos por centros financeiros *offshore* deverão consistir sobretudo em títulos emitidos por filiais de empresas localizadas em

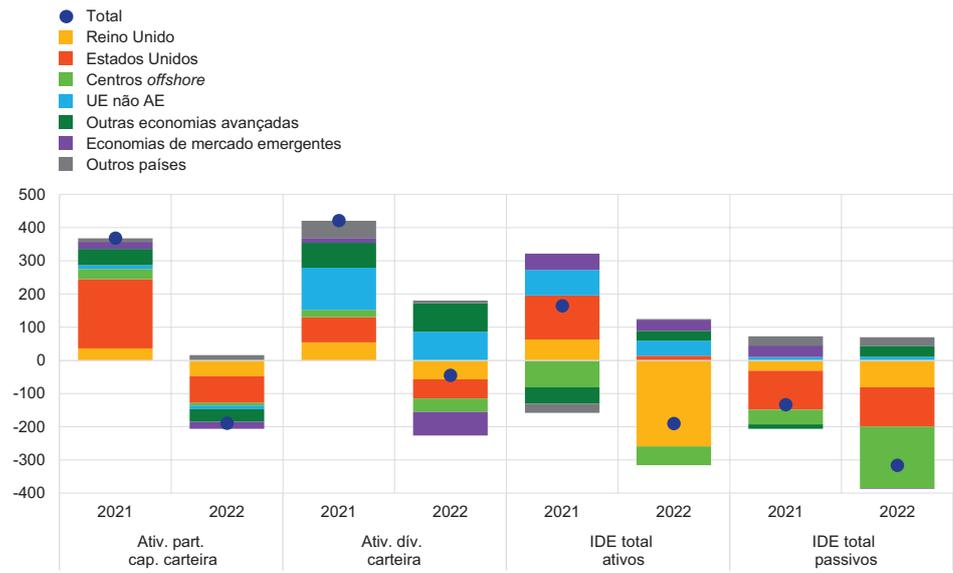
¹¹ Para mais pormenores sobre a evolução do investimento da área do euro na Rússia, ver Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F. e Schmitz, M., [Euro area linkages with Russia: latest insights from the balance of payments](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2022.

economias de mercado emergentes, em particular a China¹². Ao mesmo tempo, os investidores da área do euro efetuaram aquisições líquidas consideráveis de títulos emitidos por outras economias avançadas, em particular por residentes no Canadá e no Japão, possivelmente devido a uma maior preferência por ativos seguros.

Gráfico C

Balança financeira da área do euro: rubricas seleccionadas, por localização da contraparte

(somadas de quatro trimestres, mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

Notas: Relativamente aos ativos, um valor positivo (negativo) indica compras (vendas) líquidas de instrumentos de fora da área do euro por investidores da área do euro. Relativamente aos passivos, um valor positivo (negativo) indica compras (vendas) líquidas de instrumentos da área do euro por investidores de fora da área do euro. "UE não AE" inclui os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e as instituições e organismos da UE considerados para fins estatísticos como estando fora da área do euro, como, por exemplo, a Comissão Europeia e o Banco Europeu de Investimento. "Outras economias avançadas" inclui a Austrália, Canadá, Coreia do Sul, Japão, Noruega e Suíça. As economias de mercado emergentes incluem a África do Sul, Arábia Saudita, Argentina, Brasil, China, Índia, Indonésia, México, Rússia e Turquia. "Outros países" inclui todos os países e grupos de países não mostrados no gráfico, bem como transações não afetadas. A última observação refere-se ao quarto trimestre de 2022.

No que respeita ao investimento de carteira estrangeiro na área do euro em 2022, as aquisições líquidas de ações em fundos de investimento da área do euro cessaram, enquanto a apetência dos investidores estrangeiros por títulos de dívida da área do euro aumentou, à medida que a orientação de política monetária do BCE se tornava mais restritiva (gráfico B). Refletindo a inversão do lado do ativo dos fundos de investimento da área do euro, os investidores de fora da área do euro transformaram-se em vendedores líquidos de ações emitidas por fundos de investimento da área do euro, num contexto de menor apetência pelo risco prevalente nos mercados financeiros mundiais após a eclosão da guerra na Ucrânia. A combinação do considerável setor dos fundos de investimento da área do euro com a forte base de investidores extra-área do euro – especialmente no que respeita aos fundos sediados na Irlanda e no Luxemburgo – teve um impacto

¹² Estudos recentes concluem que o investimento da área do euro em obrigações de empresas de economias de mercado emergentes é substancialmente maior, tendo em conta o investimento na emissão por filiais *offshore* de empresas de economias de mercado emergentes. Ver Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M. e Schreger, J., [The Geography of Capital Allocation in the Euro Area](#), documento de trabalho disponível em SSRN; e Bergant, K., Milesi-Ferretti, G.M. e Schmitz, M., [Cross-Border Investment in Emerging Market Bonds: Stylized Facts and Security-Level Evidence from Europe](#), *CEPR Discussion Paper*, n.º 17946, 2023.

considerável nos fluxos financeiros da área do euro em 2022¹³. Ao mesmo tempo, o sentimento dos investidores estrangeiros em relação aos títulos de dívida da área do euro melhorou em 2022. Embora o período desde 2015 tenha sido marcado por vendas líquidas elevadas de títulos de dívida da área do euro (em particular, de obrigações de dívida pública, refletindo em parte o papel importante dos não residentes como contrapartes dos programas de compra de ativos do Eurosistema), as vendas líquidas diminuíram em 2022, com o início da subida das taxas de juro diretoras do BCE e a descontinuação das compras líquidas de ativos pelo Eurosistema. Num contexto de subida das taxas de juro, os investidores extra-área do euro tornaram-se compradores líquidos de títulos de dívida emitidos por entidades do setor das outras instituições financeiras (OIF) da área do euro, que incluem sociedades de titularização, no seguimento de vendas líquidas em anos anteriores.

A contenção no IDE refletiu sobretudo transações de empresas multinacionais em centros financeiros da área do euro, muitas vezes associadas a entidades com finalidade específica, enquanto as transações de IDE do setor empresarial não financeiro – mais estreitamente relacionadas com a economia real – se mantiveram mais estáveis (gráfico B)¹⁴. Do lado do passivo da área

do euro, os desinvestimentos por investidores diretos estrangeiros ascenderam a 317 mil milhões de euros em 2022 (2,4% do PIB da área do euro). Estes desinvestimentos foram impulsionados por investidores residentes nos Estados Unidos e no Reino Unido, bem como em centros financeiros *offshore* (gráfico C), tendo ocorrido exclusivamente face ao setor das OIF (403 mil milhões de euros), que inclui entidades com finalidade específica como as companhias financeiras¹⁵. Em contraste com estes fluxos de IDE “financiarizados” mais voláteis, o IDE em sociedades não financeiras da área do euro prosseguiu a um ritmo constante, registando investimentos líquidos na ordem de 74 mil milhões de euros (gráfico B). No que respeita às aquisições líquidas de ativos de IDE por residentes na área do euro, a contenção observada foi também predominantemente impulsionada pelo setor das OIF. A forte correlação positiva entre as transações brutas de ativos e passivos de IDE relacionadas com OIF sugere que estes fluxos são frequentemente “transmitidos” sem serem absorvidos pela economia nacional. A contenção nos ativos de IDE deveu-se, em grande medida, a transações com o Reino Unido relacionadas com a reestruturação empresarial de uma única

¹³ Ver Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M. e Schreger, J., [The Geography of Capital Allocation in the Euro Area](#), documento de trabalho disponível em SSRN.

¹⁴ No que respeita ao IDE, foram divulgados pormenores adicionais que vão além do âmbito da presente caixa para instrumentos de dívida desagregados em títulos de dívida, empréstimos, e créditos comerciais e adiantamentos.

¹⁵ No período após a crise financeira mundial, o investimento (principalmente por investidores residentes nos Estados Unidos) em companhias financeiras (frequentemente, entidades com finalidade específica) residentes em centros financeiros da área do euro tornou-se uma componente cada vez maior dos fluxos de passivos de IDE da área do euro. Ver Lane, P. R., [The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#), discurso de abertura na conferência conjunta do Banco Central Europeu, do Comité Irving Fisher e do Banco de Portugal intitulada “Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?”, 17 de fevereiro de 2020.

empresa multinacional¹⁶. As desagregações adicionais incluídas nas estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional da área do euro sublinham que a análise económica do IDE beneficia de uma separação mais pormenorizada dos fluxos “financionalizados”¹⁷.

¹⁶ Estas transações de grande dimensão estão frequentemente relacionadas com reestruturações empresariais de um pequeno número de empresas multinacionais ativas em centros financeiros na área do euro, mas podem ter um impacto assinalável nos fluxos mundiais de IDE. Por exemplo, os fluxos mundiais de IDE diminuíram 24% em 2022 em comparação com o ano anterior, mas apenas 5% excluindo as transações que envolvem o Luxemburgo. De acordo com dados de [FDI in Figures](#), OCDE, abril de 2023, o grande desinvestimento no Luxemburgo refletiu sobretudo uma operação realizada por uma empresa de telecomunicações multinacional.

¹⁷ Esta análise será aprofundada com a publicação das estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional da área do euro, com uma desagregação separada para as entidades com finalidade específica, atualmente prevista para o primeiro semestre de 2024.

Condições de liquidez e operações de política monetária de 8 de fevereiro a 9 de maio de 2023

Por Jens Budde and Vladimir Tsonchev

A presente caixa descreve as condições de liquidez e as operações de política monetária do Eurosistema durante o primeiro e segundo períodos de manutenção de reservas de 2023. No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 8 de fevereiro a 9 de maio de 2023 (o “período em análise”).

A restritividade da política manteve-se durante o período em análise.

O Conselho do BCE subiu as suas três taxas diretas em 50 pontos base na reunião de 2 de fevereiro de 2023 e também na reunião de 16 de março de 2023. Estes aumentos entraram em vigor no primeiro e segundo períodos de manutenção de reservas de 2023, respetivamente.

A liquidez excedentária no sistema bancário da área do euro diminuiu durante o período em análise. Esta diminuição deveu-se sobretudo aos reembolsos antecipados e ao vencimento de empréstimos obtidos ao abrigo da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III), juntamente com uma diminuição gradual do volume da carteira do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP). Ao mesmo tempo, a diminuição contínua dos fatores autónomos líquidos aumentou a liquidez no sistema. Os fatores autónomos líquidos têm estado a decrescer desde o final da conjuntura de taxas de juro negativas em julho de 2022.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma dos fatores autónomos líquidos e das reservas mínimas, diminuíram 220,4 mil milhões de euros, para 2026,6 mil milhões de euros. Esta diminuição face ao sétimo e oitavo períodos de manutenção de 2022 deveu-se quase na totalidade a uma queda de 218,4 mil milhões de euros nos fatores autónomos líquidos para 1861,3 mil milhões de euros, induzida por uma diminuição dos fatores autónomos de absorção de liquidez (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”) e por um aumento dos fatores autónomos de cedência de liquidez. As reservas mínimas obrigatórias diminuíram ligeiramente, em 2 mil milhões de euros, situando-se em 165,3 mil milhões de euros.

Os fatores autónomos de absorção de liquidez diminuíram 136,5 mil milhões de euros para 2932 mil milhões de euros no período em análise, devido, principalmente, à diminuição dos depósitos das administrações públicas e de outros fatores autónomos. Os depósitos das administrações públicas (ver a secção do quadro A intitulada “Passivo”) caíram, em média, 62,9 mil milhões de euros no período em análise, para 369,7 mil milhões de euros, tendo a maior

parte da descida ocorrido no segundo período de manutenção. Esta descida reflete a normalização das reservas detidas pelos Tesouros nacionais e um provável ajustamento das suas estratégias de gestão de tesouraria, antecipando o estabelecimento do limite máximo mais baixo para a remuneração dos depósitos das administrações públicas pelos bancos centrais nacionais que entrou em vigor em 1 de maio de 2023. Após o dia 1 de maio, os depósitos das administrações públicas voltaram a cair para menos de 300 mil milhões de euros, aproximando-se dos níveis verificados no começo de 2020, antes do início da pandemia. O valor médio das notas em circulação diminuiu 6,1 mil milhões de euros ao longo do período em análise, para 1557,1 mil milhões de euros. No período em análise, continuou a redução do volume de notas detidas e dos montantes de moeda detida em caixa observada desde o final da conjuntura de taxas de juro negativas, ainda que a um ritmo bastante mais lento.

Os fatores autónomos de cedência de liquidez aumentaram 81,8 mil milhões de euros, situando-se em 1071 mil milhões de euros. Enquanto as disponibilidades líquidas sobre o exterior diminuíram em 18,5 mil milhões de euros, os ativos líquidos denominados em euros aumentaram 100,3 mil milhões de euros no período em análise. Este aumento deveu-se principalmente à queda das responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros. Tal, por sua vez, reflete um ajustamento das estratégias de gestão de tesouraria dos titulares de contas ao abrigo dos serviços de gestão de reservas do Eurosistema, dado que a remuneração dos depósitos detidos ao abrigo deste quadro de serviços foi ajustada paralelamente à dos depósitos das administrações públicas.

O quadro A apresenta uma panorâmica dos fatores autónomos referidos acima e respetivas variações¹.

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: 8 de fevereiro de 2023 a 9 de maio de 2023						Período analisado anterior: 2 de novembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 8 de fevereiro a 21 de março		Segundo período de manutenção: 22 de março a 9 de maio		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Fatores autónomos de absorção de liquidez	2 932,0	(-136,5)	2 936,8	(-44,8)	2 927,8	(-8,9)	3 068,5	(-211,5)
Notas em circulação	1 557,1	(-6,1)	1 553,9	(-11,6)	1 559,8	(+5,9)	1 563,2	(-11,3)
Depósitos das administrações públicas	369,7	(-62,9)	380,2	(+7,4)	360,6	(-19,6)	432,6	(-112,7)
Outros fatores autónomos (líquidos) ¹⁾	1 005,2	(-67,5)	1 002,6	(-40,6)	1 007,4	(+4,7)	1 072,7	(-87,5)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	21,3	(-16,1)	26,4	(-1,2)	17,0	(-9,5)	37,4	(-1 933,8)
Reservas mínimas obrigatórias ²⁾	165,3	(-2,0)	164,6	(-3,3)	165,8	(+1,2)	167,3	(+4,4)
Facilidade permanente de depósito	4 045,4	(-241,1)	4 103,0	(+51,4)	3 996,0	(-107,0)	4 286,5	(+1 688,0)
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.

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: 8 de fevereiro de 2023 a 9 de maio de 2023						Período analisado anterior: 2 de novembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 8 de fevereiro a 21 de março		Segundo período de manutenção: 22 de março a 9 de maio		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Fatores autónomos de cedência de liquidez	1 071,0	(+81,8)	1 057,8	(+75,4)	1 082,3	(+24,5)	989,2	(+52,6)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	932,0	(-18,5)	916,8	(-23,6)	945,0	(+28,2)	950,4	(-2,5)
Ativos líquidos denominados em euros	139,0	(+100,3)	141,0	(+99,0)	137,4	(-3,6)	38,8	(+55,1)
Instrumentos de política monetária	6 093,4	(-477,6)	6 173,2	(-73,4)	6 024,9	(-148,3)	6 570,9	(-505,4)
Operações de mercado aberto	6 093,3	(-477,6)	6 173,2	(-73,4)	6 024,8	(-148,4)	6 570,9	(-505,4)
Operações de crédito	1 172,3	(-454,5)	1 234,2	(-70,3)	1 119,2	(-115,1)	1 626,8	(-497,9)
OPR	1,2	(-0,4)	0,9	(-0,3)	1,4	(+0,5)	1,6	(-1,2)
ORPA com prazo de 3 meses	2,5	(+0,1)	2,8	(+0,0)	2,2	(-0,6)	2,4	(+1,2)
Operações das ORPA direcionadas III	1 168,6	(-453,3)	1 230,5	(-69,2)	1 115,5	(-115,0)	1 621,9	(-496,8)
PELTRO	0,0	(-0,9)	0,0	(-0,8)	0,0	(+0,0)	0,9	(-1,0)
Carteiras definitivas ¹⁾	4 921,0	(-23,1)	4 939,0	(-3,1)	4 905,6	(-33,4)	4 944,1	(-7,5)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,1)	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. "OPR" designa operações principais de refinanciamento, "ORPA" refere-se às operações de refinanciamento de prazo alargado e "PELTRO" significa operações de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica.

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: 8 de fevereiro de 2023 a 9 de maio de 2023						Período analisado anterior: 2 de novembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 8 de fevereiro a 21 de março		Segundo período de manutenção: 22 de março a 9 de maio		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados ¹⁾	2 026,6	(-220,4)	2 043,8	(-123,7)	2 011,8	(-32,0)	2 247,0	(-259,6)
Fatores autónomos líquidos ²⁾	1 861,3	(-218,4)	1 879,2	(-120,4)	1 846,0	(-33,2)	2 079,7	(-264,0)
Liquidez excedentária ³⁾	4 066,7	(-257,2)	4 129,4	(+50,3)	4 012,9	(-116,5)	4 323,9	(-245,8)

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: 8 de fevereiro de 2023 a 9 de maio de 2023						Período analisado anterior: 2 de novembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 8 de fevereiro a 21 de março		Segundo período de manutenção: 22 de março a 9 de maio		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
OPR	3,27	(+1,02)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)	2,25	(+1,38)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	3,52	(+1,02)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)	2,50	(+1,38)
Facilidade permanente de depósito	2,77	(+1,02)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)	1,75	(+1,38)
€STR	2,668	(+1,016)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)	1,652	(+1,366)
Índice da RepoFunds rate do euro	2,660	(+1,175)	2,402	(+0,744)	2,881	(+0,480)	1,485	(+1,337)

Fonte: BCE.

Notas: Os valores entre parênteses denotam as variações em pontos percentuais face ao período analisado ou de manutenção anterior. A €STR é a taxa de juro de curto prazo do euro.

Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

O montante médio de liquidez cedida através de instrumentos de política monetária diminuiu 477,6 mil milhões de euros, passando para 6093,4 mil milhões de euros durante o período em análise (gráfico A). A redução da

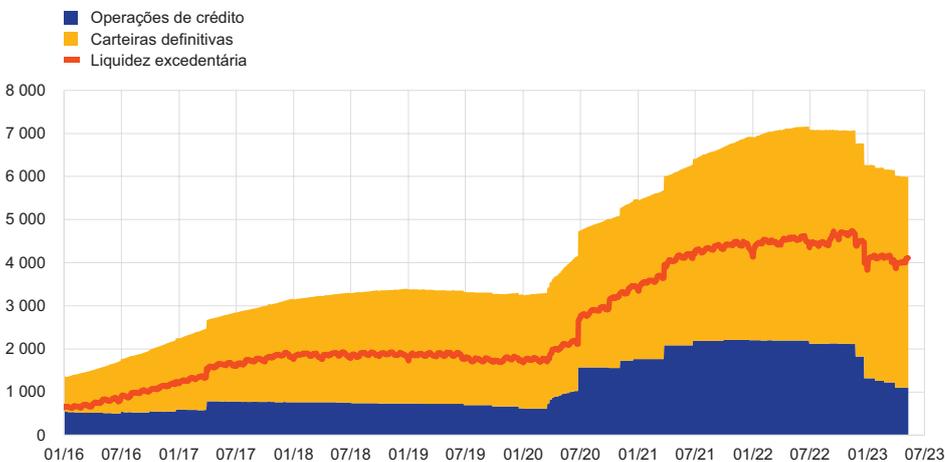
liquidez deveu-se principalmente à diminuição das operações de crédito. No final de março de 2022, foram descontinuadas as aquisições líquidas de ativos ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica do BCE. Desde então, o Eurosistema tem reinvestido totalmente os montantes dos títulos vincendos. Relativamente ao APP, em linha com a decisão do Conselho do BCE de não reinvestir todos os pagamentos de capital de títulos vincendos a partir de 1 de março de 2023, os títulos detidos no âmbito do APP começaram a decrescer gradualmente, num ritmo médio de 15 mil milhões de euros por mês².

² Os títulos detidos nas carteiras definitivas 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 9 de maio de 2023.

O montante médio da liquidez cedida através de operações de crédito diminuiu 454,5 mil milhões de euros durante o período em análise.

Esta redução reflete sobretudo a diminuição no saldo das ORPA direcionadas III devido aos reembolsos antecipados e ao vencimento de empréstimos. Os reembolsos antecipados voluntários registados em fevereiro e março de 2023 ascenderam a 36,6 mil milhões de euros e 87,7 mil milhões de euros, respetivamente, e os montantes das ORPA direcionadas III vencidos em março levaram a uma nova descida nos saldos das ORPA direcionadas III, de 32,2 mil milhões de euros. Os reembolsos das ORPA direcionadas III de 499,4 mil milhões de euros e 62,7 mil milhões de euros em, respetivamente, dezembro de 2022 e janeiro de 2023 também contribuíram para esta diminuição durante o período em análise, dado que o efeito total que exercem sobre a variação das médias do período em análise só se materializou no atual período em análise. As variações noutras operações de crédito foram pouco significativas.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária média diminuiu 257,2 mil milhões de euros, atingindo 4066,7 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. Após um pico em setembro de 2022 (4,8 biliões de euros), a liquidez excedentária diminuiu progressivamente na sequência, sobretudo, dos reembolsos antecipados e vencimentos das ORPA direcionadas III acima referidos, líquidos dos efeitos dos fatores autónomos.

Evolução das taxas de juro

A taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) aumentou 99,2 pontos base, de 1,90% em 7 de fevereiro, o último dia do período em análise anterior, para 2,89% em 9 de maio, o último dia do atual período em análise, refletindo a restritividade da política monetária do BCE. A transmissão dos aumentos das taxas de juro diretoras do BCE em fevereiro e março de 2023 ao mercado monetário sem garantia foi plena e imediata. Em média, a €STR foi transacionada 10 pontos base abaixo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito durante o atual período em análise, à semelhança do sucedido nos sétimo e oitavo períodos de manutenção de 2022.

A repo rate da área do euro, calculada pelo índice da RepoFunds rate do euro, aumentou 98 pontos base, de 1,90% em 7 de fevereiro para 2,88% em 16 de março. A transmissão dos aumentos das taxas de juro diretoras do BCE ao mercado monetário com garantia foi plena e imediata. O mercado das operações de reporte continuou a funcionar de forma regular devido a vários fatores, entre os quais as medidas tomadas por alguns serviços de gestão da dívida nacionais no final de 2022, o aumento dos limites de numerário que podem ser apresentados como garantia em operações de cedência de liquidez, o aumento das emissões líquidas desde o início de 2023 e a libertação de ativos de garantia mobilizados após o vencimento de ORPA direcionadas, assim como um decréscimo dos ativos detidos ao abrigo do APP. Além disso, em 7 de fevereiro de 2023, o BCE anunciou que o limite máximo de remuneração dos depósitos das administrações públicas da área do euro junto do Eurosistema seria redefinido para um valor 20 pontos base abaixo da €STR a partir de 1 de maio de 2023 e que a remuneração dos depósitos detidos no quadro dos serviços de gestão de reservas do Eurosistema seria igualmente ajustada em conformidade. A comunicação atenuou preocupações de que este limite máximo para a remuneração pudesse voltar a 0% quando o limite máximo temporário expirasse em 30 de abril de 2023, o que minimizou o risco de choques adversos no funcionamento do mercado devido a mudanças abruptas em investimentos em numerário por Tesouros nacionais e bancos centrais estrangeiros.

8 Inflação e divergências de competitividade nos países da área do euro

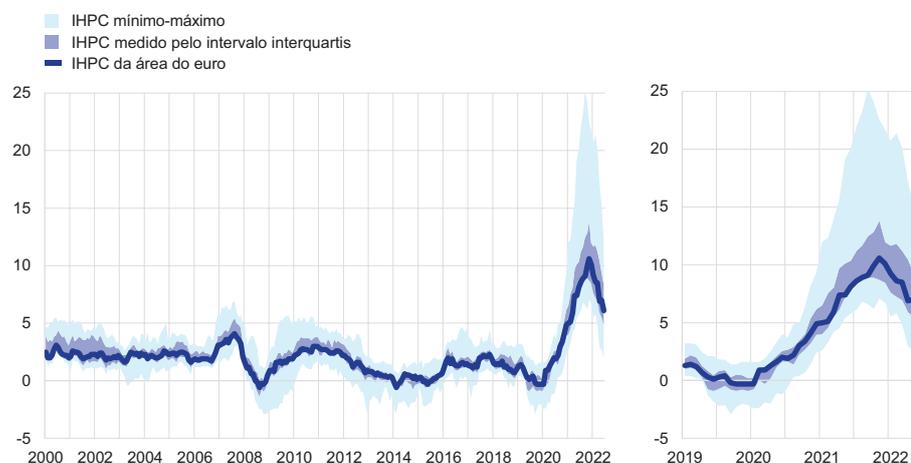
Por Daniela Filip, Daphne Momferatou e Ralph Setzer

Os preços elevados dos produtos energéticos e das matérias-primas e os estrangulamentos no abastecimento impulsionaram uma inflação forte na área do euro e diferenciais de inflação mais elevados entre os países da área do euro¹. Os diferenciais de inflação entre países, medidos pelo intervalo interquartis, aumentaram de níveis historicamente baixos no período anterior à pandemia para máximos históricos no final de 2022 e, embora tenham diminuído desde então, permaneceram em níveis elevados. Em maio de 2023, as taxas de inflação nos países da área do euro oscilaram entre 2,0% no Luxemburgo e 12,3% na Letónia e na Eslováquia (gráfico A). O atual contexto de elevada inflação foi principalmente causado por choques adversos do lado da oferta relacionados com o aumento dos preços dos produtos energéticos e das matérias-primas, com estrangulamentos no abastecimento e com efeitos de reabertura após a pandemia.

Gráfico A

Diferenciais de inflação medida pelo IHPC nos países da área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O intervalo interquartis é a diferença entre os percentis 75 e 25 da distribuição entre países, com os estados da área do euro na alteração da composição. O intervalo mínimo-máximo corresponde à taxa de crescimento da inflação mais baixa/mais elevada entre os países da área do euro em cada mês. As últimas observações referem-se a maio de 2023 (estimativa provisória).

Diferenciais de inflação persistente podem conduzir a desequilíbrios externos.

Os diferenciais de inflação são normais numa união monetária, na medida em que refletem ajustamentos temporários a choques ou estão associados a processos de convergência. Além disso, a política orçamental influencia os diferenciais de inflação na área do euro, nomeadamente através de alterações nos impostos e nos salários

¹ Para mais pormenores, ver a caixa intitulada [The energy shock, price competitiveness and euro area export performance](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2023.

do setor público². Contudo, se esses diferenciais não forem de curta duração ou não refletirem a convergência dos níveis de preços, podem apontar para uma evolução divergente dos custos ou ineficiências estruturais, tais como a rigidez nominal e real nos mercados do produto e de trabalho. Diferenciais de inflação persistente poderão conduzir a perdas de competitividade dos preços mais prolongadas e a uma deterioração do saldo da balança corrente³. Tais perdas de competitividade podem ter externalidades negativas altamente problemáticas e podem, em última análise, ter de ser resolvidas com recurso a políticas estruturais.

A inflação elevada repercutiu-se numa subida dos custos unitários do trabalho e lucros unitários em muitos países da área do euro.

Um aumento dos custos unitários do trabalho nominais, definidos como a remuneração dos empregados por unidade do PIB real, é geralmente considerado um importante fator impulsionador de um aumento sustentado da inflação interna subjacente. Embora a evolução dos custos unitários do trabalho tenha sido difícil de interpretar nos últimos anos devido à contabilização de regimes de manutenção de postos de trabalho e à reafetação setorial que afeta a dinâmica dos custos unitários do trabalho, continua a dar sinais úteis para avaliar os riscos atrás mencionados de divergências na competitividade dos preços entre os países da área do euro e as pressões dos custos com origem no mercado de trabalho⁴. O choque sobre o aprovisionamento energético que tem impulsionado a inflação desde meados de 2021 tem sido acompanhado por fortes aumentos dos custos unitários do trabalho e pelo crescimento dos lucros unitários. Por um lado, os custos unitários do trabalho aumentaram 8% na área do euro entre o final de 2019 e o final de 2022, impulsionados por fortes aumentos da remuneração por empregado, enquanto se assistiu a uma estagnação da produtividade. A heterogeneidade entre países tem sido significativa. Os aumentos mais fortes dos custos unitários do trabalho registaram-se nos países do Báltico (até 28% na Lituânia), no Luxemburgo e na Eslováquia. Por outro lado, o crescimento dos lucros unitários, definido como o excedente de exploração bruto e o rendimento misto divididos pelo PIB real, excedeu o crescimento dos custos unitários do trabalho. Do ponto de vista contabilístico e de acordo com o deflator do PIB, o crescimento dos lucros unitários contribuiu, assim, mais para a inflação interna do que o crescimento dos custos unitários do trabalho⁵. Este diferencial foi particularmente elevado na Alemanha, na Estónia, na Grécia, em Chipre, na Letónia, em Malta e na Eslovénia (gráfico B). Tal sugere que os custos mais elevados dos fatores de produção, incluindo dos produtos energéticos importados e de outros

² Ver Checherita-Westphal, C., Leiner-Killingner, N. e Schildmann, T., [Euro area inflation differentials: the role of fiscal policies revisited](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2774, BCE, 2023.

³ Ver Obstfeld, M. e Rogoff, K., [The unsustainable US current account position revisited](#), *NBER Working Paper*, n.º 10869, 2004, e a publicação do grupo de trabalho sobre modelos econométricos do Sistema Europeu de Bancos Centrais, [Competitiveness and external imbalances within the euro area](#), *Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 139, BCE, 2012.

⁴ Ver Giordano, C. e Zollino, F., [Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1789, BCE, 2015.

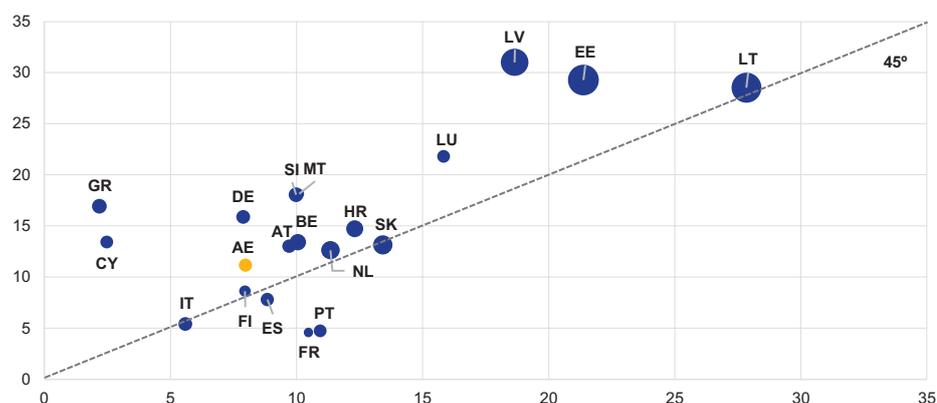
⁵ Ver Arce, O., Hahn, E. e Koester, G., [How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#), *Blogue do BCE*, 30 de março de 2023.

bens intermédios, não foram compensados pelos lucros e não tiveram um impacto negativo sobre os lucros unitários⁶.

Gráfico B

Crescimento dos lucros unitários e crescimento dos custos unitários do trabalho

(eixo dos x: variação percentual acumulada dos custos unitários do trabalho no período 2019-2022; eixo dos y: variação percentual acumulada dos lucros unitários no período 2019-2022; dimensão das bolhas: taxa de variação média homóloga do IHPC em 2022)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Os custos unitários do trabalho são definidos como a remuneração por empregado dividida pela produtividade do trabalho. Os lucros unitários são definidos como o excedente de exploração bruto e o rendimento misto divididos pelo PIB real. Não estão incluídos os dados relativos à Irlanda.

A evolução da balança corrente sugere poucos progressos na correção dos desequilíbrios.

Nos anos anteriores à pandemia, ocorreu um processo de reequilíbrio intra-área do euro sob a forma de uma correção significativa dos custos unitários do trabalho e de uma melhoria dos saldos da balança corrente em países com uma competitividade inicial baixa e elevadas responsabilidades líquidas sobre o exterior. Este reequilíbrio foi parcial devido à grande rigidez dos mercados de trabalho e do produto antes de ter sido interrompido pela pandemia em 2020/2021 e, subsequentemente, pela subida acentuada dos preços mundiais dos produtos energéticos. Esta evolução conduziu a uma deterioração do saldo da balança corrente da área do euro, que passou de 2,2% do PIB em 2019 para -1,0% do PIB em 2022. Tanto os países deficitários como os países excedentários foram afetados. No final de 2022, as posições externas de vários países situavam-se abaixo dos limiares definidos pelos indicadores que integram o painel de avaliação do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM) da Comissão Europeia. Chipre e Grécia mantêm-se abaixo do limiar de -35% do PIB para a posição de investimento internacional líquida (PIIL) e do limiar da balança corrente de -4% do PIB. Quanto aos restantes países com elevadas responsabilidades sobre o exterior, a balança corrente é significativamente negativa na Eslováquia, ligeiramente negativa em Portugal e ligeiramente positiva em Espanha. Ao mesmo tempo, a balança corrente dos principais países credores líquidos manteve-se significativamente positiva, embora tenha diminuído consideravelmente na Alemanha (gráfico C).

⁶ Para uma análise relativa ao modo como os lucros contribuíram para a inflação na área do euro, ver a caixa 3 intitulada “Como é que os lucros unitários contribuíram para a recente intensificação das pressões internas sobre os preços na área do euro?”, da presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico C

Saldo da balança corrente e PIIL

(eixo dos x: PIIL em percentagem do PIB no quarto trimestre de 2019; eixo dos y: saldo da balança corrente em percentagem do PIB, média de três anos (2020-2022))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Os indicadores de competitividade harmonizados (ICH) baseados nos deflatores do PIB identificam, em geral, o mesmo conjunto de países com as maiores perdas de competitividade desde o início da pandemia. Os ICH proporcionam uma medida mais ampla da competitividade dos preços, uma vez que têm em conta: i) a evolução cambial do euro face aos principais parceiros comerciais dos países da área do euro, ii) a evolução relativa dos indicadores de custos entre os parceiros comerciais e iii) a evolução das quotas de comércio⁷. A variação do ICH baseado no deflator do PIB entre 2019 e 2022 indica que os países do Báltico e o Luxemburgo registaram fortes perdas de competitividade de preços em comparação com os seus concorrentes. Para os países do Báltico, o processo de convergência dos níveis de rendimento, geralmente conhecido como o efeito Balassa-Samuelson, não constituiria uma perda de competitividade e poderá explicar, em parte, a apreciação real⁸.

De um modo geral, as alterações na competitividade dos preços desde a pandemia não parecem ter agravado nem ter continuado a corrigir os desequilíbrios externos. Os dados mais recentes sobre os ICH (gráfico D) não indicam claramente se o processo de reequilíbrio anterior à pandemia será retomado. As elevadas posições das responsabilidades líquidas sobre o exterior de alguns países da área do euro diminuíram desde 2019, graças a um maior crescimento do PIB nominal. No entanto, seis países ultrapassaram o limiar do PDM de 35% do PIB para as responsabilidades líquidas sobre o exterior no

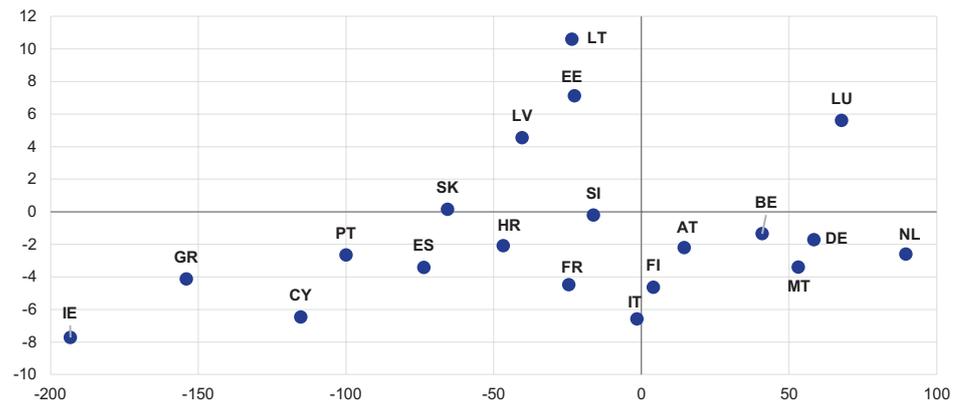
⁷ Os ICH dos Estados-Membros da área do euro são conceptualmente equivalentes às taxas de câmbio efetivas reais de uma moeda. Para mais pormenores, consultar a [página do BCE na internet](#). Para a presente caixa, é utilizada a medida do ICH baseada no deflator do PIB, uma vez que tal representa o preço de todos os bens e serviços produzidos internamente, incluindo o impacto dos custos dos fatores de produção adicionais ao trabalho.

⁸ Para mais pormenores sobre o impacto do efeito Balassa-Samuelson nos países da área do euro, ver Díaz del Hoyo, J. L., Dorrucchi, E., Ferdinand Heinz, F. e Muzikarova, S., [Real convergence in the euro area: a long-term perspective](#), Documentos de Trabalho Ocasionais, n.º 203, BCE, 2017.

último trimestre de 2022⁹. A fim de assegurar um reequilíbrio sustentável, são necessários novos ajustamentos dos preços relativos. Para os países da área do euro com responsabilidades líquidas sobre o exterior elevadas, tal exige ganhos de competitividade dos preços através de um menor crescimento dos custos unitários do trabalho e/ou de um menor crescimento dos lucros unitários.

Gráfico D PIIL e ICH

(eixo dos x: PIIL em percentagem do PIB no quarto trimestre de 2019; eixo dos y: variação percentual acumulada dos ICH (com base nos deflatores do PIB) (2019-2022))



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos do BCE.

Notas: Os ICH baseados nos deflatores do PIB fornecem uma visão geral da competitividade dos preços de cada país da área do euro em relação aos seus principais concorrentes nos mercados internacionais (grupo de parceiros comerciais da área do euro (20) e da taxa de câmbio efetiva (41)). São calculados com base em médias ponderadas de taxas de câmbio bilaterais face às moedas dos parceiros comerciais de cada país da área do euro e são deflacionados utilizando deflatores do PIB, os quais, em alguns países, são afetados pelas atividades de empresas multinacionais (Irlanda) ou entidades com finalidades específicas (Chipre). Os valores positivos dos ICH denotam uma perda de competitividade dos preços; os valores negativos dos ICH denotam um ganho de competitividade de preços. Para mais informações sobre os ICH, consultar a página do BCE na internet relativa aos [indicadores de competitividade harmonizados](#).

⁹ Na Irlanda e em Chipre, a PIIL é significativamente afetada por atividades específicas de empresas multinacionais e entidades com finalidade específica sem ligações diretas à economia interna. A exclusão destas atividades resultaria numa posição mais baixa das responsabilidades líquidas sobre o exterior.

© **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-23-010-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep