

Índice

Evolução económica, financeira e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	8
2 Atividade económica	15
3 Preços e custos	24
4 Evolução do mercado financeiro	31
5 Condições de financiamento e evolução do crédito	37
6 Evolução orçamental	45
Caixas	49
1 Riscos decorrentes do El Niño para os preços mundiais das matérias-primas alimentares	49
2 Qual o papel dos efeitos da reabertura nos vários países e setores?	55
3 A população ativa da área do euro: evolução recente e fatores impulsionadores	62
4 Para os consumidores, qual é o principal fator impulsionador da recente inflação?	67
5 As alterações climáticas e o investimento e financiamento verdes das empresas da área do euro – resultados do SAFE	74
6 Condições de liquidez e operações de política monetária de 10 de maio a 1 de agosto de 2023	85
7 Distribuições de capital dos bancos e implicações para a política monetária	91
8 Impacto orçamental das medidas de apoio ao setor financeiro 15 anos após a grande crise financeira	98

Evolução económica, financeira e monetária

Apreciação global

A inflação continua a descer, mas espera-se ainda que permaneça demasiado elevada durante demasiado tempo. O Conselho do BCE está determinado a assegurar o retorno atempado da inflação ao seu objetivo de médio prazo de 2%. Com vista a reforçar o progresso para o seu objetivo, o Conselho do BCE decidiu na reunião de 14 de setembro de 2023 aumentar as três taxas de juro diretoras em 25 pontos base.

O aumento das taxas de juro reflete a avaliação do Conselho do BCE das perspetivas de inflação, à luz dos dados económicos e financeiros disponíveis, da dinâmica da inflação subjacente e da força da transmissão da política monetária. As projeções macroeconómicas de setembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE indicam uma inflação média de 5,6% em 2023, 3,2% em 2024 e 2,1% em 2025. Tal representa uma revisão em alta para 2023 e 2024 e uma revisão em baixa relativamente a 2025. A revisão em alta em relação a 2023 e 2024 reflete sobretudo uma trajetória mais elevada para os preços dos produtos energéticos. As pressões subjacentes sobre os preços permanecem altas, embora a maioria dos indicadores tenha começado a abrandar. Os especialistas do BCE reviram ligeiramente em baixa a trajetória projetada para a inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares para uma média de 5,1% em 2023, 2,9% em 2024 e 2,2% em 2025. Os anteriores aumentos das taxas de juro decididos pelo Conselho do BCE estão a ser fortemente transmitidos. As condições de financiamento tornaram-se mais restritivas e estão a refrear cada vez mais a procura, o que constitui um importante fator para fazer a inflação regressar ao objetivo. Perante o crescente impacto na procura interna desta maior restritividade e o enfraquecimento do enquadramento do comércio internacional, os especialistas do BCE reduziram significativamente as suas projeções para o crescimento económico. Esperam agora que a economia observe uma expansão de 0,7% em 2023, 1,0% em 2024 e 1,5% em 2025.

Com base na sua atual avaliação, o Conselho do BCE considera que as taxas de juro diretoras atingiram os níveis que – se forem mantidos durante um período suficientemente longo – darão um contributo substancial para o retorno atempado da inflação ao objetivo. As futuras decisões do Conselho do BCE assegurarão que as taxas de juro diretoras sejam fixadas em níveis suficientemente restritivos, durante o tempo que for necessário. O Conselho do BCE continuará a seguir uma abordagem dependente dos dados na determinação do nível e da duração adequados da restritividade. Mais especificamente, as decisões do Conselho do BCE sobre as taxas de juro continuarão a basear-se na 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.

Atividade económica

É provável que a economia se mantenha moderada nos próximos meses. De um modo geral, estagnou no primeiro semestre, e indicadores recentes sugerem que também tem sido fraca no terceiro trimestre. A menor procura de exportações da área do euro e o impacto das condições de financiamento restritivas estão a travar o crescimento, nomeadamente através de um menor investimento residencial e empresarial. O setor dos serviços, que tinha até à data sido resiliente, está agora a começar a abrandar. Com o tempo, o dinamismo económico deverá recuperar, uma vez que se espera que os rendimentos reais aumentem, apoiados pela descida da inflação e por um mercado de trabalho robusto, o que sustentará as despesas de consumo.

Até à data, o mercado de trabalho tem permanecido resiliente, não obstante o abrandamento da economia. A taxa de desemprego manteve-se no seu mínimo histórico de 6,4% em julho. Apesar de o emprego ter registado um crescimento de 0,2% no segundo trimestre, o dinamismo está a abrandar. O setor dos serviços, que tem sido um importante fator impulsionador do crescimento do emprego desde meados de 2022, também está agora a criar menos postos de trabalho.

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

deterioração dos indicadores baseados em inquéritos, condições de financiamento mais restritivas – incluindo efeitos mais adversos sobre a oferta de crédito – e uma taxa de câmbio mais forte do euro.

Com o desvanecimento da crise energética, os governos devem continuar a suprimir as medidas de apoio conexas. Tal é essencial para evitar a intensificação das pressões inflacionistas a médio prazo, o que, caso contrário, exigiria uma resposta ainda 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 reforçar a capacidade de oferta da área do euro – que seriam apoiadas pela aplicação plena do programa do Instrumento de Recuperação da União Europeia (“NextGenerationEU”) – podem ajudar a reduzir as pressões sobre os preços no médio prazo, apoiando ao mesmo tempo a transição ecológica. É necessário concluir a reforma do quadro de governação económica da União Europeia antes do final de 2023 e acelerar o progresso no sentido de uma união dos mercados de capitais.

Inflação

A inflação desceu para 5,3% em julho, mas permaneceu nesse nível em agosto, de acordo com a estimativa provisória do Eurostat¹. Esta descida foi interrompida visto que os preços dos produtos energéticos subiram em comparação com julho. A inflação dos preços dos produtos alimentares desceu face ao máximo observado em março, mas ainda se situou em quase 10% em agosto. Nos próximos meses, os aumentos acentuados registados no outono de 2022 deixarão de ser contemplados nas taxas homólogas, o que resultará numa descida da inflação.

A inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares desceu de 5,5% em julho para 5,3% em agosto. A inflação dos preços dos bens registou uma descida para 4,8% em agosto, face a 5,0% em julho e 5,5% em junho, devido a melhores condições de oferta, anteriores quedas dos preços dos produtos energéticos, um abrandamento das pressões sobre os preços nas fases iniciais da cadeia de produção e uma procura mais fraca. A inflação dos serviços desceu ligeiramente para 5,5%, mas permaneceu elevada devido a despesas substanciais com férias e viagens e ao forte crescimento dos salários. A taxa de crescimento homóloga da remuneração por trabalhador permaneceu constante em 5,5% no segundo trimestre do ano. O contributo dos custos do trabalho para a inflação interna aumentou no segundo trimestre, em parte devido à produtividade mais fraca, ao passo que o contributo dos lucros diminuiu pela primeira vez desde o início de 2022.

A maioria das medidas da inflação subjacente está a começar a descer, face a um maior alinhamento da procura e da oferta e à cessação gradual do contributo dos anteriores aumentos dos preços produtos energéticos. Ao mesmo tempo, as pressões internas sobre os preços permanecem fortes.

¹ A data de fecho das estatísticas incluídas na presente edição foi 13 de setembro de 2023. De acordo com a divulgação final em 19 de setembro de 2023, a inflação medida pelo IHPC diminuiu para 5,2% em agosto de 2023 face a 5,3% em julho; estes resultados situaram-se 0,1 pontos percentuais abaixo do valor divulgado na estimativa provisória.

A maioria das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo situa-se atualmente em torno de 2%. No entanto, alguns indicadores subiram e precisam de ser acompanhados de perto.

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

Análise dos riscos

Os riscos para o crescimento económico encontram-se enviesados em sentido descendente. O crescimento poderá ser mais lento, se os efeitos da política monetária forem mais vigorosos do que o esperado, ou se a economia mundial enfraquecer, por exemplo, devido a um novo abrandamento na China. Em contrapartida, o crescimento poderia ser mais substancial do que o projetado, se o mercado de trabalho robusto, a subida dos rendimentos reais 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 potenciais novas pressões em sentido ascendente sobre os custos dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. Condições meteorológicas adversas e a atual crise climática, de um modo mais geral, podem fazer subir os preços dos produtos alimentares mais do que o

esperado. 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. Em contraste, uma procura mais fraca – por exemplo, devido a uma transmissão mais forte da política monetária ou a um agravamento da conjuntura económica fora da área do euro – resultaria em menores pressões sobre os preços, em especial no médio prazo.

Condições monetárias e financeiras

O aumento da restritividade da política monetária continua a ser fortemente transmitido às condições de financiamento em geral. O financiamento passou novamente a ser mais caro para os bancos, com os aforradores a substituir depósitos à ordem por depósitos a prazo com juros mais altos e a descontinuação das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas do BCE. As taxas ativas bancárias médias do crédito às empresas e do crédito à habitação continuaram a subir em julho, situando-se em, respetivamente, 4,9% e 3,8%.

A dinâmica de crédito registou novo enfraquecimento. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às empresas foi de 2,2% em julho, face a 3,0% em junho. Os empréstimos às famílias também apresentaram um crescimento menos robusto, com uma taxa de 1,3%, em comparação com 1,7% em junho. Em termos anualizados baseados nos últimos três meses de dados, os empréstimos às famílias diminuíram 0,8%, sendo a maior contração desde o início do euro. Perante um crédito fraco e a redução do balanço do Eurosistema, a taxa de crescimento homóloga do agregado monetário M3 desceu de 0,6% em junho para um mínimo histórico de -0,4% em julho. Em termos anualizados nos últimos três meses, o M3 contraiu 1,5%.

Decisões de política monetária

Na reunião de 14 de setembro de 2023, o Conselho do BCE decidiu aumentar as três taxas de juro diretas do BCE em 25 pontos base. Nessa conformidade, a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito foram aumentadas para 4,50%, 4,75% e 4,00%, respetivamente, com efeitos a partir de 20 de setembro de 2023.

A carteira do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) está a diminuir a um ritmo comedido e previsível, dado que o Eurosistema deixou de reinvestir os pagamentos de capital de títulos vencidos.

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 continua a descer, mas espera-se ainda que permaneça demasiado elevada durante demasiado tempo. O Conselho do BCE está determinado a assegurar o retorno atempado da inflação ao seu objetivo de médio prazo de 2%. Com vista a reforçar o progresso para o seu objetivo, o Conselho do BCE decidiu na reunião de 14 de setembro de 2023 aumentar as três taxas de juro diretoras em 25 pontos base. Com base na sua atual avaliação, o Conselho do BCE considera que as taxas de juro diretoras atingiram os níveis que – se forem mantidos durante um período suficientemente longo – darão um contributo substancial para o retorno atempado da inflação ao objetivo. As futuras decisões do Conselho do BCE assegurarão que as taxas de juro diretoras sejam fixadas em níveis suficientemente restritivos, durante o tempo que for necessário. O Conselho do BCE continuará a seguir uma abordagem dependente dos dados na determinação do nível e da duração adequados da restritividade.

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 regressa ao seu objetivo de médio prazo e a preservar o bom funcionamento da transmissão da política monetária.

1 Conjuntura externa

Após uma forte recuperação no início de 2023, a economia mundial deverá expandir-se a um ritmo mais moderado até ao final do ano, refletindo sobretudo uma perda de dinamismo na recuperação económica da China. No entanto, as perspetivas para o crescimento mundial incorporadas nas projeções macroeconómicas de setembro para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE permanecem globalmente semelhantes às das projeções macroeconómicas de junho elaboradas por especialistas do Eurosistema. Efetivamente, embora o crescimento mundial se mantenha, em geral, estável ao longo do horizonte de projeção, a sua composição por país alterou-se, uma vez que as perspetivas de crescimento para a China foram revistas significativamente em baixa, enquanto o crescimento do PIB real foi revisto em alta nos Estados Unidos, devido à resiliência por parte da sua economia até ao momento. O fraco crescimento do comércio mundial em 2023 reflete a composição da atividade económica mundial, que está a ser impulsionada por países (economias de mercado emergentes), componentes da procura (consumo) e produtos (serviços) menos assentes no comércio. Espera-se que o crescimento do comércio mundial recupere novamente no resto do horizonte de projeção e aumente, em geral, em consonância com a atividade mundial. Em comparação com as projeções de junho, tanto o crescimento das importações mundiais como o crescimento da procura externa da área do euro foram revistos em baixa para 2023, em grande medida devido a novas revisões em baixa de dados históricos e a resultados no segundo trimestre mais fracos do que o estimado na data de fecho da informação para as projeções. Todavia, o crescimento da procura externa no resto do horizonte de projeção permanece comparável ao das projeções de junho. A inflação global medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) a nível mundial está a diminuir gradualmente, mas as pressões inflacionistas subjacentes mantêm-se fortes, em particular nas economias avançadas. Contudo, projeta-se que os preços das exportações dos concorrentes da área do euro registem uma descida acentuada, impulsionada pela evolução dos preços das matérias-primas.

Após um forte arranque no início de 2023, a atividade económica mundial está agora a registar uma moderação, refletindo sobretudo uma perda de dinamismo na recuperação da China. Nas projeções de setembro, prevê-se que o crescimento mundial abrande no segundo semestre do ano. Apesar de permanecer, de um modo geral, em consonância com as projeções de junho, a composição subjacente dos países mudou². Nas principais economias avançadas, incluindo os Estados Unidos e o Reino Unido, a atividade económica manteve-se mais resiliente do que o esperado, ao passo que na China abrandou de forma mais acentuada do que o anteriormente estimado, dado que os problemas no setor imobiliário residencial ressurgiram e atenuaram a recuperação impulsionada pelo consumo. A moderação esperada da atividade económica mundial é também confirmada pelos dados de elevada frequência que têm vindo a ser disponibilizados. O Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial composto do produto mantém uma tendência

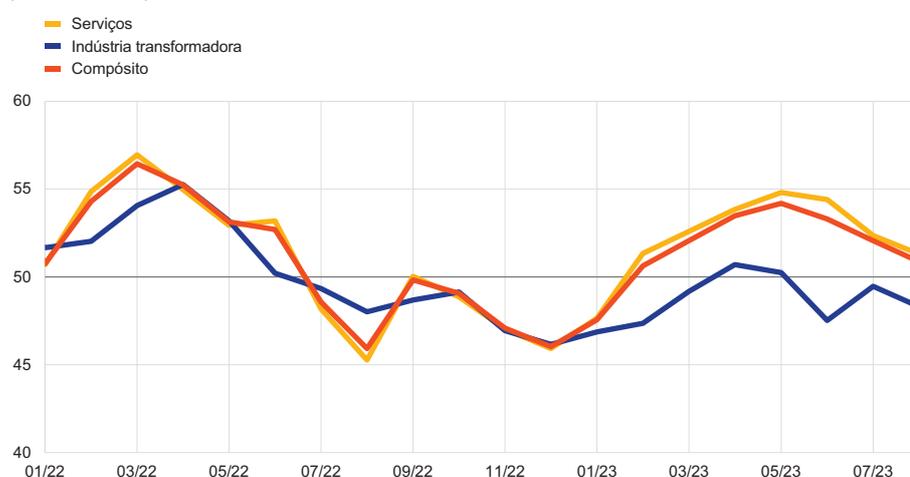
² Dado que esta secção se centra na evolução da conjuntura mundial, todas as referências a indicadores económicos agregados mundiais e/ou globais excluem a área do euro.

descendente, embora permaneça em terreno expansionista tanto nas economias avançadas como nas economias emergentes. O mesmo se aplica ao IGC da produção de serviços, enquanto o IGC da produção na indústria transformadora caiu para níveis ainda mais contracionistas nas economias avançadas, mas aumentou nas economias de mercado emergentes, reduzindo o desvio em relação ao setor dos serviços (gráfico 1).

Gráfico 1
IGC do produto por setor nas economias avançadas e nas economias de mercado emergentes

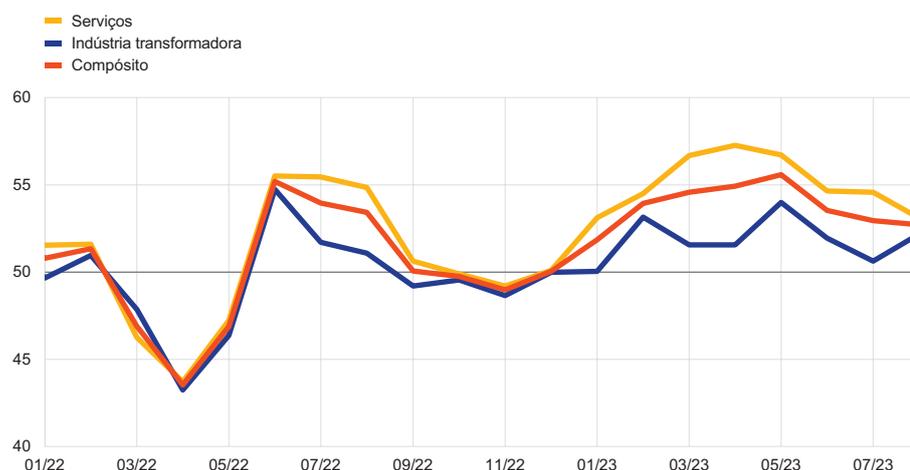
a) Economias avançadas (excluindo a área do euro)

(índices de difusão)



b) Economias de mercado emergentes

(índices de difusão)



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

As perspetivas globais de crescimento mundial nas projeções de setembro estão próximas das perspetivas das projeções de junho, mas foram reavaliadas nas principais economias. Projeta-se agora que o PIB real mundial registre uma expansão de 3,2% em 2023, 3,0% em 2024 e 3,2% em 2025, refletindo apenas pequenas revisões em comparação com as projeções de junho (+0,1

pontos percentuais em 2023 e -0,1 pontos percentuais em 2024 e 2025). No entanto, as perspetivas de crescimento na China foram substancialmente revistas em baixa, devido à já referida dinâmica do setor imobiliário residencial do país³. Em contrapartida, a atividade económica nas principais economias avançadas foi revista em alta para 2023, refletindo uma maior resiliência do mercado de trabalho, embora as perspetivas de crescimento devam continuar a enfraquecer ao longo do horizonte de projeção. As economias de mercado emergentes continuam a ser um importante fator impulsionador do crescimento económico mundial, apesar de o crescimento projetado ser um pouco mais lento do que o indicado nas projeções de junho.

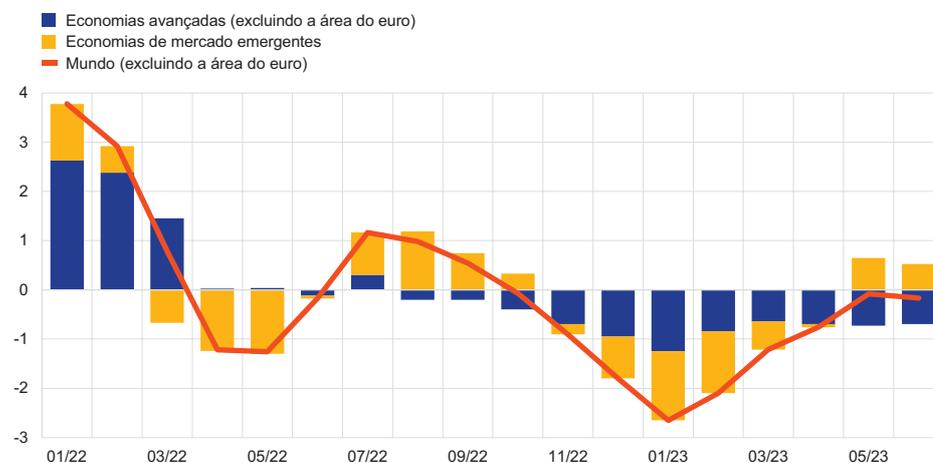
Espera-se que o crescimento do comércio mundial permaneça fraco este ano e que recupere depois de forma gradual. O comércio mundial lento este ano contrasta com uma atividade mundial relativamente resiliente. Projeta-se que as importações mundiais cresçam apenas marginalmente este ano (+0,2%), uma vez que se espera uma contração das importações nas economias avançadas, refletindo uma procura fraca resultante de condições financeiras mais restritivas e efeitos de composição relacionados, em parte, com a recuperação pós-pandemia. Três efeitos compostos na composição continuam a explicar o comércio fraco em 2023, 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. No entanto, a fraqueza do comércio mundial atingiu o seu nível mínimo e o dinamismo deverá melhorar gradualmente até ao final de 2023, o que está em consonância com os dados mais recentes sobre o comércio mundial de bens (gráfico 2) e reflete também a forte recuperação pós-pandemia do comércio de serviços, como o turismo. Para o período de 2024-2025, projeta-se que o comércio mundial ganhe algum novo dinamismo e cresça mais em consonância com o PIB real, expandindo-se 3,2% em 2024 e 3,3% em 2025. Projeta-se que o crescimento da procura externa da área do euro mantenha uma trajetória horizontal este ano e aumente 3% em termos anuais no período de 2024-2025. Em comparação com as projeções de junho de 2023, tanto as importações mundiais como o crescimento da procura externa da área do euro foram revistos em baixa em 2023 (1,1 pontos percentuais e 0,4 pontos percentuais, respetivamente), devido, em grande medida, a novas revisões em baixa de dados históricos na viragem do ano e a importações mais fracas do que o anteriormente estimado no segundo trimestre na data de fecho da informação para as projeções. Para 2024 e 2025, as revisões em baixa são menores, ascendendo a cerca de 0,1 pontos percentuais por ano.

³ No início de setembro, as autoridades chinesas anunciaram um novo apoio ao mercado imobiliário, incluindo a redução das taxas de juro das hipotecas existentes e dos pagamentos. Embora estas medidas tenham sido anunciadas após a data de fecho da informação para as projeções, ainda é demasiado cedo para verificar se serão suficientes para travar o declínio projetado no setor imobiliário até ao final de 2023.

Gráfico 2

Dinamismo do comércio de mercadorias

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



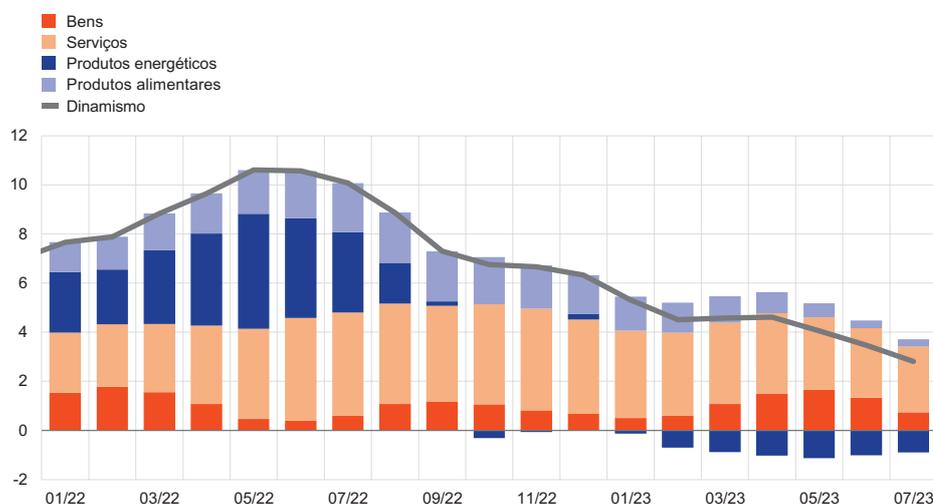
Fontes: CPB e cálculos de especialistas do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a junho de 2023.

A inflação global medida pelo IPC tem vindo a diminuir a nível mundial, apoiada por preços mais baixos dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, mas a inflação subjacente mantém-se elevada. A inflação global e a inflação subjacente (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) medida pelo IPC em todos os países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) aumentaram ligeiramente em julho, para 5,9% (face a 5,7% em junho) e 6,7% (face a 6,6%), respetivamente. Tal deveu-se principalmente à inflação homóloga na Turquia, que subiu 10 pontos percentuais para 48% em julho. Excluindo a Turquia, a inflação global manteve-se globalmente estável em julho (uma ligeira descida para 4,4%, face a 4,5% em junho) e a inflação subjacente decresceu ligeiramente (para 5,0%, face a 5,2% em junho). A inflação subjacente persistentemente elevada pode, em grande medida, ser imputada à evolução dos serviços. A inflação dos preços dos bens caiu acentuadamente à medida que os desequilíbrios entre a procura e a oferta a nível mundial foram resolvidos no mercado de bens. O dinamismo da inflação, medido como taxas de variação percentuais trimestrais em cadeia anualizadas, abrandou em julho no que respeita à inflação global, passando de 3,5% no mês anterior para 2,8% (gráfico 3), e a inflação subjacente caiu para 4,3%, face a 5,3%. Os preços das exportações dos concorrentes da área do euro têm seguido uma trajetória descendente desde meados de 2022, devido a uma queda dos preços das matérias-primas e a um abrandamento gradual das pressões acumuladas a nível interno e externo. Os preços das exportações dos concorrentes da área do euro foram revistos em baixa para este ano, em comparação com as projeções de junho, refletindo uma descida da inflação dos preços das exportações nos principais parceiros comerciais, tendo sido revistos ligeiramente em alta para 2024, devido aos preços mais elevados das matérias-primas.

Gráfico 3

Dinamismo da inflação global nos países da OCDE

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



Fontes: OCDE e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico exclui a Turquia. 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 preços dos bens 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 julho de 2023.

Os preços do petróleo bruto estão mais elevados do que nas projeções de junho, na sequência do acordo da Arábia Saudita e da Rússia de prolongar os respetivos cortes na produção.

No início de setembro, a Arábia Saudita e a Rússia prolongaram os seus cortes na produção de um mês pelo resto de 2023. Os cortes na produção correspondem a cerca de 1,3% da oferta mundial e acrescem a cortes na produção previamente acordados no grupo OPEP+ e a uma maior restritividade do mercado petrolífero, o qual, de acordo com a Agência Internacional de Energia, se encontra agora em défice de oferta. Os efeitos dos cortes no abastecimento funcionaram como contrapeso à procura mais fraca na China. Os preços do gás na Europa têm mostrado alguma volatilidade num contexto de escassez de abastecimento relacionada com interrupções da exploração na Noruega e, mais recentemente, com greves em terminais de gás natural liquefeito na Austrália, mas diminuíram desde as projeções de junho, uma vez que a UE atingiu o seu objetivo de armazenamento de 90% três meses antes do prazo previsto. Embora tal implique que os riscos para o abastecimento a curto prazo continuam a ser limitados, não podem ser totalmente excluídos, uma vez que podem existir interrupções no abastecimento por um longo período. Em geral, o mercado europeu do gás continua a ser muito sensível às perturbações do abastecimento, como recentemente ilustrado pela volatilidade dos preços causada por interrupções da exploração e greves.

As condições financeiras mundiais tornaram-se ligeiramente mais restritivas nas economias avançadas e nas economias de mercado emergentes.

Nos Estados Unidos, o ligeiro aumento da restritividade das condições financeiras refletiu principalmente um aumento das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo e uma apreciação da taxa de câmbio efetiva nominal do dólar dos Estados Unidos, o que foi parcialmente compensado por um sentimento

de risco favorável no mercado interno de obrigações de empresas. Esta evolução ocorreu num contexto de surpresas macroeconómicas positivas e de novo abrandamento das pressões inflacionistas. As condições financeiras também se tornaram ligeiramente mais restritivas noutras economias avançadas e de mercado emergentes, refletindo sobretudo taxas de juro de longo prazo mais elevadas. Nos mercados emergentes, as moedas nacionais mais fracas face ao dólar dos Estados Unidos também contribuíram ligeiramente para condições financeiras mais restritivas, uma vez que os aumentos precoces e agressivos das taxas de juro em alguns países permitiram aos respetivos bancos centrais interromper a subida das taxas diretoras e, em alguns casos, reduzi-las, enquanto os diferenciais das obrigações soberanas e as valorizações das ações permaneceram estáveis.

Nos Estados Unidos, a atividade económica permaneceu resiliente, mas espera-se que registe uma moderação perto do final do ano, à medida que a maior restritividade da política monetária restringe a atividade. Dados recentes sobre a despesa das famílias e a atividade no setor dos serviços sugerem que o crescimento do PIB manter-se-á forte no terceiro trimestre. No entanto, espera-se que o crescimento do consumo das famílias registe uma ligeira moderação no contexto de alguma menor restritividade das condições no mercado de trabalho. Prevê-se que uma maior restritividade dos critérios aplicados à concessão de empréstimos pese sobre o investimento, conduzindo a um crescimento do PIB positivo, mas inferior ao potencial, no período de 2024-2025. Prevê-se uma ligeira recuperação do crescimento do PIB real em 2025. A inflação global medida pelo IPC subiu ligeiramente para 3,2% em julho (face a 3,0% em junho), devido a um menor contributo desinflacionista da componente energética. A inflação subjacente desceu apenas ligeiramente para 4,7% em julho (face a 4,8% em junho), num contexto de continuação da diminuição da restritividade da inflação dos preços dos bens, ao passo que, no setor dos serviços, uma recuperação da inflação dos serviços de transporte e das atividades recreativas compensa, em parte, a descida lenta em curso da inflação dos serviços relacionados com a habitação. Espera-se que a inflação global desça, apesar de o crescimento decrescente – embora ainda forte – dos salários exercer uma pressão persistente em sentido ascendente sobre a inflação dos serviços não relacionados com a habitação.

Na China, o crescimento registou uma perda acentuada de dinamismo no segundo trimestre. Após uma forte recuperação no primeiro trimestre de 2023, na sequência da flexibilização das medidas de contenção relacionadas com a COVID-19, o dinamismo do crescimento abrandou acentuadamente no segundo trimestre, impulsionado por uma nova contração do mercado da habitação, que também afetou a confiança dos consumidores. Embora a atividade de consumo, em especial no setor dos serviços, tenha continuado a normalizar, as exportações líquidas e o investimento privado foram mais fracos do que o esperado nas projeções de junho. Os indicadores de alta frequência disponíveis até agosto sugerem uma continuação do enfraquecimento do mercado da habitação e uma moderação do crescimento nos serviços, mas alguma estabilização na atividade na indústria transformadora. A inflação global homóloga medida pelo IPC caiu para terreno negativo em julho (-0,3% em termos homólogos), enquanto a inflação subjacente medida pelo IPC continuou a aumentar (+0,8% em termos homólogos), impulsionada sobretudo pelos preços dos serviços. Em termos mensais em cadeia,

a inflação global e a inflação subjacente aumentaram ligeiramente, após descidas ao longo dos meses anteriores. Tal sugere que a inflação homóloga poderá começar a subir, mas a fraca procura interna e externa deverá limitar as pressões inflacionistas.

No Japão, a economia expandiu-se significativamente no primeiro semestre de 2023, embora no contexto de uma dinâmica em mutação. Embora a procura interna tenha sido um dos principais fatores impulsionadores do crescimento no início do ano, os resultados surpreendentemente fortes do crescimento no segundo trimestre foram quase inteiramente impulsionados pelas exportações líquidas, enquanto a procura interna estagnou. Numa análise prospetiva, projeta-se que a atividade económica permaneça numa trajetória de crescimento moderado. Embora se espere que a procura interna recupere, em certa medida, no terceiro trimestre, o crescimento deverá abrandar em comparação com o primeiro semestre, refletindo uma recuperação das importações. A inflação global homóloga manteve-se inalterada em 3,3% em julho, uma vez que a queda da inflação dos preços dos produtos energéticos foi compensada pelo aumento da inflação dos preços dos produtos alimentares e por custos mais elevados com alojamento e chamadas de telemóvel. No mesmo mês, a inflação subjacente aumentou ligeiramente, de 2,6% para 2,7%, refletindo o dinamismo subjacente dos preços das empresas. A inflação global deverá registar uma moderação no segundo semestre deste ano, à medida que as pressões sobre os custos se atenuam, em linha com a recente desaceleração da inflação dos preços no produtor e a queda dos preços das importações.

No Reino Unido, o crescimento tem sido moderado ao longo do último ano, num contexto de inflação elevada e de maior restritividade das condições de financiamento, embora apresentando alguma resiliência. O crescimento da atividade económica deverá também permanecer moderado nos próximos trimestres, refletindo pressões inflacionistas mais persistentes do que o esperado nas projeções de junho, ao passo que as famílias e as empresas também enfrentam taxas de juro mais elevadas devido à continuação do aumento da restritividade da política monetária. Dados de inquéritos recentes contribuíram para riscos em sentido descendente para as perspetivas de curto prazo, tendo o índice IGC compósito do produto caído seis pontos ao longo dos últimos quatro meses. Projeta-se que a atividade recupere no próximo ano, apoiada pela recuperação dos salários reais, à medida que a inflação continua a diminuir. A inflação global medida pelo IPC registou uma forte descida, para 6,8% em julho (face a 7,9% em junho), principalmente em resultado de uma queda acentuada das faturas dos produtos energéticos e de uma inflação mais baixa dos preços dos produtos alimentares. Ao mesmo tempo, a inflação subjacente manteve-se inalterada em 6,9%, devido à inflação persistentemente elevada dos preços dos serviços. Prevê-se que a inflação global diminua ao longo do tempo, atingindo o objetivo do Banco de Inglaterra de 2% no início de 2025.

A economia da área do euro estagnou de um modo geral no primeiro semestre. No segundo trimestre de 2023, o crescimento do PIB real situou-se em 0,1%, tal como no primeiro trimestre. Indicadores recentes sugerem que também tem sido fraco no terceiro trimestre. A menor procura de exportações da área do euro e o impacto das condições de financiamento restritivas estão a travar o crescimento, nomeadamente através de um menor investimento residencial e empresarial. O abrandamento da atividade está a alargar-se a todos os setores da economia. A produção na indústria transformadora tem vindo a contrair-se desde o quarto trimestre de 2022 e deverá permanecer fraca, uma vez que o anterior impulso à produção decorrente das encomendas em atraso está a diminuir e as novas encomendas permanecem moderadas. A atividade no setor dos serviços, que tinha sido mais resiliente, apresentou sinais claros de abrandamento no início do terceiro trimestre, o que sugere que o impulso pós-pandemia à procura de serviços poderá estar a desvanecer-se. Com o tempo, o dinamismo económico deverá recuperar, uma vez que se espera que os rendimentos reais aumentem, apoiados pela descida da inflação, pelo aumento dos salários e por um mercado de trabalho robusto, que deverá apoiar as despesas de consumo.

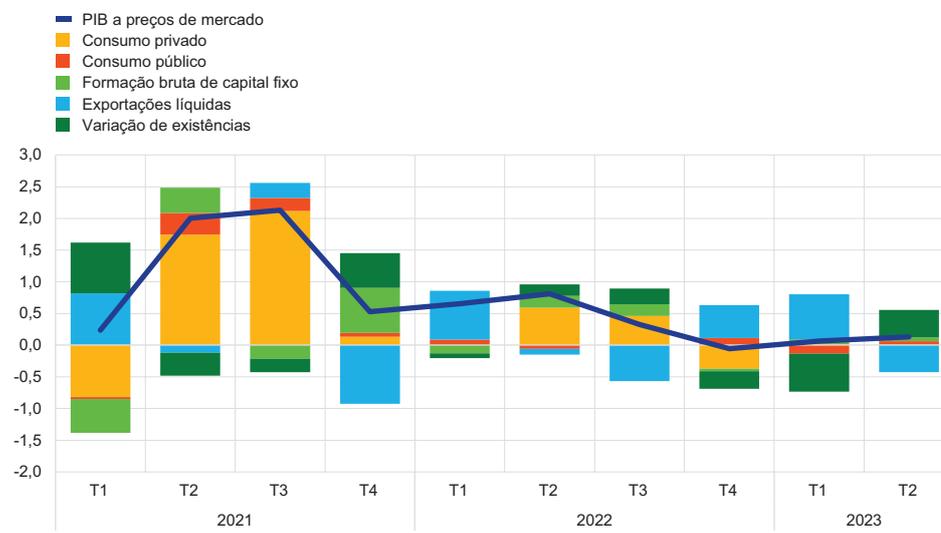
Estas perspetivas encontram-se globalmente refletidas nas projeções macroeconómicas de setembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, as quais indicam que o crescimento do PIB real anual abrandará para 0,7% em 2023, recuperando depois para 1,0% em 2024 e 1,5% em 2025. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em baixa ao longo do horizonte de projeção, em 0,2 pontos percentuais em 2023, 0,5 pontos percentuais em 2024 e 0,1 pontos percentuais em 2025. Os riscos para o crescimento económico encontram-se enviesados em sentido descendente.

A economia da área do euro cresceu 0,1% no segundo trimestre de 2023, num contexto de grandes variações entre países. Os contributos positivos da acumulação de existências e, em menor grau, da procura interna foram parcialmente contrabalançados por um contributo negativo do comércio líquido (gráfico 4). Este crescimento modesto da atividade reflete uma dinâmica divergente entre setores: a atividade no setor dos serviços cresceu, enquanto a atividade na indústria transformadora e na construção diminuiu e também ocultou diferenças consideráveis entre os maiores países da área do euro, refletindo a magnitude variável em que foram afetados pelo abrandamento do comércio mundial de bens e pela recuperação do setor dos serviços com uma grande componente de contacto. Em termos trimestrais em cadeia, o PIB aumentou 0,5% em França e 0,4% em Espanha, tendo permanecido inalterado na Alemanha e diminuído 0,4% em Itália e 0,3% nos Países Baixos.

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 segundo trimestre de 2023.

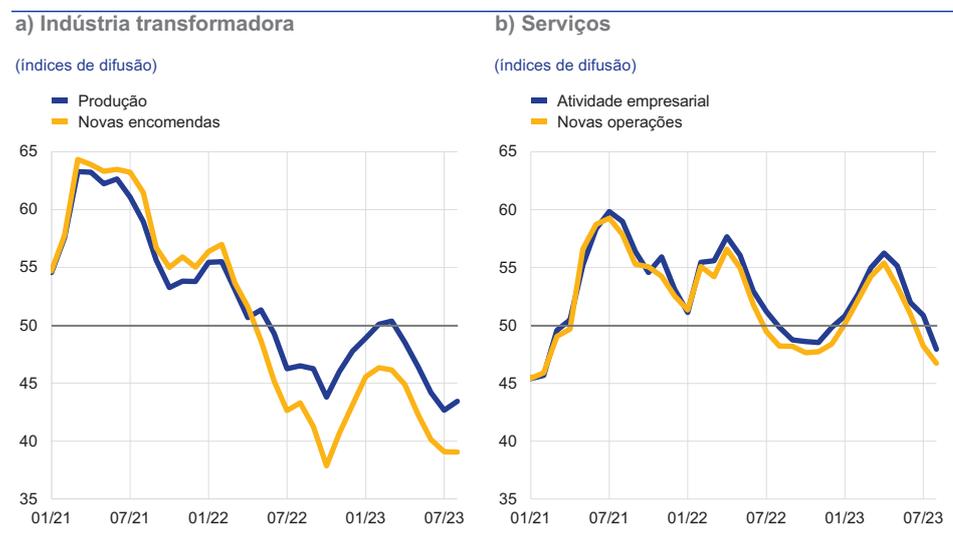
A atividade no terceiro trimestre de 2023 deverá permanecer fraca. Os dados de inquéritos que têm vindo a ser disponibilizados apontam para um crescimento económico moderado no terceiro trimestre de 2023, impulsionado não apenas pelo enfraquecimento contínuo da atividade na indústria transformadora, mas também por uma desaceleração dos serviços, que anteriormente se tinham mostrado resilientes. O Índice de Gestores de Compras (IGC) composto do produto para a área do euro continuou a cair para níveis ainda mais abaixo do limiar de crescimento de 50 em julho e agosto. O IGC para a indústria transformadora manteve-se em níveis contracionistas, uma vez que o apoio da melhoria das condições nas cadeias de oferta se esgotou, o trabalho acumulado está a abrandar e as novas encomendas estão a diminuir (gráfico 5, painel a). Contudo, nos últimos meses, o enfraquecimento propagou-se ao setor dos serviços, com o IGC para a atividade no setor dos serviços a cair abaixo do limiar de não crescimento em agosto (gráfico 5, painel b). Este resultado reflete o desvanecimento do efeito da reabertura pós-pandemia sobre a procura de serviços, que, até há pouco tempo, tinha sido um fator impulsionador significativo do diferencial de crescimento entre a indústria transformadora e os serviços com uma grande componente de contacto⁴. O Indicador de Sentimento Económico da Comissão Europeia voltou a descer em agosto em todos os setores, apontando para um claro enfraquecimento da dinâmica de crescimento no terceiro trimestre. A confiança dos consumidores diminuiu ligeiramente em agosto, interrompendo a recuperação que teve início no final de 2022, e situa-se muito abaixo da sua média de longo prazo. Tal sugere perspectivas fracas para a procura interna. No geral, os indicadores recentes sugerem que o crescimento do PIB permanece

⁴ Para uma análise dos efeitos de reabertura e da dispersão da atividade económica entre países e setores, ver a caixa intitulada “Qual o papel dos efeitos da reabertura nos vários países e setores?” na presente edição do *Boletim Económico*.

fraco no terceiro trimestre, uma vez que a procura externa moderada e a maior restritividade das condições de financiamento deverão pesar sobre o crescimento económico na área do euro.

Gráfico 5

Indicadores de IGC entre setores da economia



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

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

O mercado de trabalho permaneceu resiliente no segundo trimestre, mas o crescimento do emprego abrandou num contexto de enfraquecimento da atividade económica.

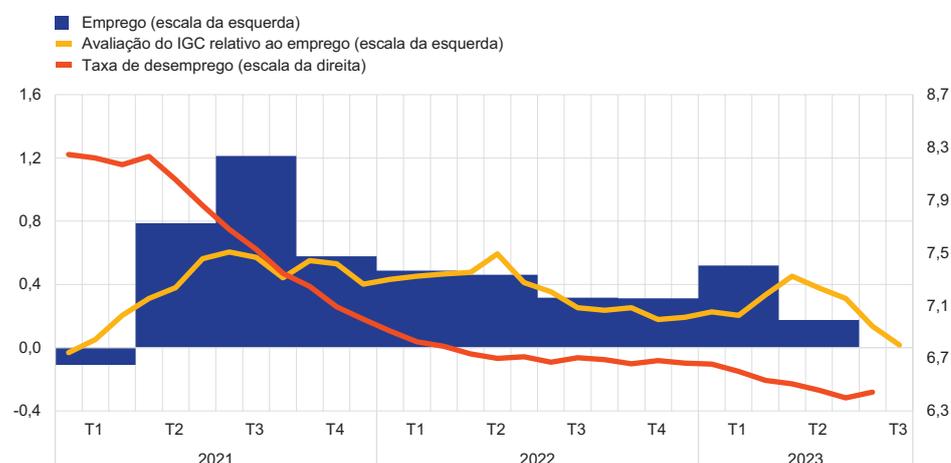
O emprego e o total de horas trabalhadas aumentaram 0,2% no segundo trimestre de 2023. Desde o quarto trimestre de 2019, o emprego aumentou 3,3% e o total de horas trabalhadas aumentou 1,9% (gráfico 6), o que implica uma descida de 1,4% da média de horas trabalhadas. Esta descida está relacionada com a atual acumulação de mão de obra (a parte do fator trabalho que não é plenamente utilizada por uma empresa durante o processo de produção em determinado momento), bem como com outros fatores. Estima-se que a população ativa implícita tenha aumentado em cerca de 600 000 indivíduos entre janeiro e julho, embora o crescimento tenha abrandado desde abril⁵. A taxa de desemprego situou-se em 6,4% em julho, mantendo-se globalmente inalterada face a junho e permanecendo no seu nível mais baixo desde a criação do euro. A procura de mão de obra permanece forte, com a taxa de postos de trabalho por preencher praticamente estável em 3,0%, ou seja, 0,2 pontos percentuais abaixo do seu nível mais elevado desde o início da série.

⁵ Para uma análise dos desenvolvimentos recentes na população ativa e respetivos fatores impulsionadores, ver a caixa intitulada “A população ativa da área do euro: evolução recente e fatores impulsionadores” na presente edição do *Boletim Económico*.

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 segundo trimestre de 2023 para o emprego, a agosto de 2023 para a avaliação do IGC relativo ao emprego e a julho de 2023 para a taxa de desemprego.

Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho sugerem um novo abrandamento do crescimento do emprego no terceiro trimestre de 2023.

O indicador mensal do IGC compósito do emprego desceu de 51,4 em julho para 50,2 em agosto; um valor inferior ao limiar de 50 indica uma diminuição do emprego. Este indicador tem diminuído substancialmente desde abril, altura em que atingiu 54,5. A descida recente foi mais acentuada nos setores dos serviços, embora o IGC permaneça em terreno expansionista, enquanto a indústria transformadora e a construção se situam abaixo do limiar de 50. Entre os setores dos serviços, registou-se uma maior redução nos setores mais estreitamente ligados à atividade na indústria transformadora, tais como transportes e serviços profissionais.

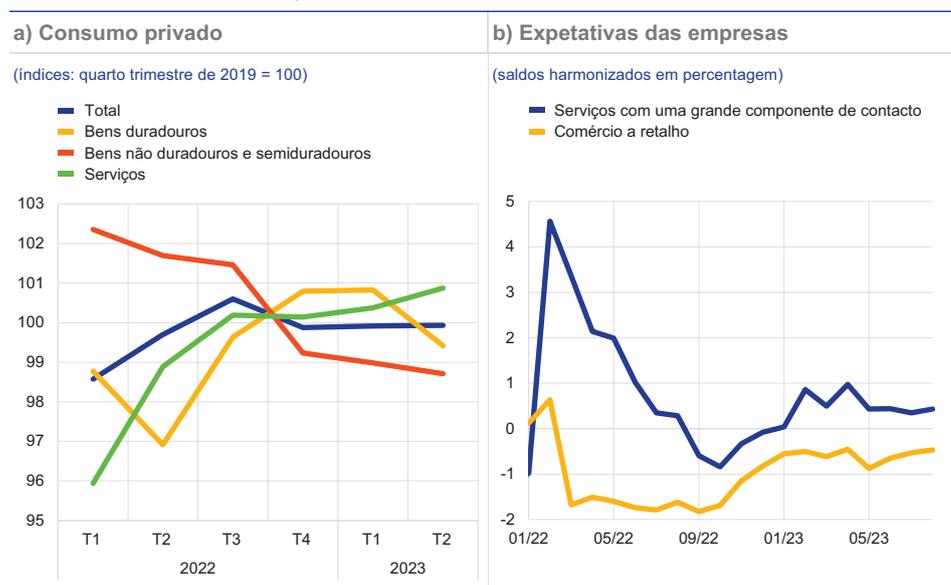
O consumo privado estagnou no segundo trimestre de 2023, com a queda contínua da despesa em bens a compensar a procura ainda positiva de serviços (gráfico 7, painel a).

Em termos trimestrais em cadeia, as vendas a retalho aumentaram apenas 0,1% no segundo trimestre de 2023, antes de diminuir 0,2% em julho de 2023, enquanto os novos registos de automóveis ligeiros de passageiros caíram 0,5% no segundo trimestre de 2023, mas registaram uma recuperação de 3,7% em julho. Em contraste com a diminuição da despesa em bens, em particular em produtos duradouros e produtos alimentares, o consumo de serviços pelas famílias aumentou 0,5% no segundo trimestre, beneficiando ainda dos efeitos de reabertura remanescentes⁶.

⁶ Ver também a caixa intitulada “Qual o papel dos efeitos da reabertura nos vários países e setores?” na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico 7

Indicadores do consumo privado real



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia (Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros) e cálculos do BCE.
Notas: No painel a), as componentes dos níveis de consumo (conceito doméstico) são escalonadas para se equipararem com o nível do consumo privado total (conceito nacional). 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 segundo trimestre de 2023 para o painel a) e a agosto de 2023 para o painel b).

Embora os inquéritos sugiram a continuação do enfraquecimento da despesa em bens, as expetativas quanto à procura de serviços com uma grande componente de contacto ainda não foram ajustadas em baixa. O indicador da Comissão Europeia relativo à confiança dos consumidores diminuiu em agosto, interrompendo a sua retoma desde finais de 2022, e permaneceu abaixo da sua média de longo prazo. Tal reflete a deterioração das expetativas quanto às perspetivas económicas gerais e à situação financeira das famílias. Paralelamente, os indicadores da Comissão relativos a grandes compras esperadas por parte dos consumidores e a situação empresarial esperada do comércio a retalho mantiveram-se moderados. Em contraste, a procura esperada de serviços com uma grande componente de contacto ainda não tinha registado uma correção forte em baixa desde maio de 2023 e continuou a situar-se acima da sua média histórica em agosto (gráfico 7, painel b). Do mesmo modo, o inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores, realizado em julho, revelou uma queda das aquisições esperadas de eletrodomésticos e de outros produtos importantes, apontando assim para a continuação da fraca despesa em bens duradouros, mas uma ainda robusta procura esperada de reservas de férias. A transmissão de condições de financiamento mais restritivas à economia real provavelmente reduziria o endividamento das famílias, manteria os incentivos elevados para poupar e preservaria o crescimento das despesas de consumo moderado no curto prazo.

O crescimento do investimento empresarial abrandou acentuadamente no segundo trimestre de 2023 e deverá contrair-se no terceiro trimestre. Excluindo os dados voláteis sobre os produtos de propriedade intelectual (PPI) na Irlanda, o investimento em outros setores exceto construção da área do euro desacelerou acentuadamente no segundo trimestre (que abrandou para 0,4% em termos

trimestrais em cadeia, face a 1,2% no primeiro trimestre)⁷. O abrandamento foi bastante generalizado entre países, mas mais variado entre classes de ativos, com o investimento em bens de transporte a recuperar, os PPI a crescer à sua média de longo prazo, e o investimento em maquinaria e equipamento excluindo transportes a registar uma contração modesta (gráfico 8)⁸. O indicador do produto do IGC relativo aos bens de investimento caiu para níveis profundamente contracionistas em agosto, num contexto de atuais descidas quer das novas encomendas quer das operações comerciais em curso. A confiança continua a diminuir e o último inquérito da Comissão Europeia mostra que um quarto das empresas que produzem bens de investimento citam agora uma falta de procura como limite à produção. As perspetivas estão ainda rodeadas de elevada incerteza. As teleconferências de apresentação de resultados em agosto sugerem uma recuperação do sentimento relativo aos lucros em curso desde o outono passado (que tende a acompanhar razoavelmente bem o excedente de exploração bruto das empresas, embora ambos os indicadores estejam desfasados em relação à dinâmica mais recente), ao passo que as atuais necessidades de investimento ecológico e digital, pressionadas pelos fundos do NGEU, e a elevada escassez de mão de obra em alguns setores proporcionem novos incentivos ao investimento⁹. No entanto, os fatores adversos ao investimento continuam a ser substanciais num contexto de abrandamento mundial e de deterioração das condições de crédito¹⁰. As teleconferências de apresentação de resultados mostram que o sentimento relativo ao risco financeiro permanece num nível sem precedentes, enquanto o inquérito *S&P Global Business Outlook*, produzido três vezes ao ano, sugere um menor investimento nos próximos 12 meses, refletindo uma deterioração das expectativas para a atividade e a rentabilidade no futuro.

⁷ O valor global cresceu 0,7% em termos trimestrais em cadeia no segundo trimestre, após uma contração de 0,2% no primeiro trimestre, refletindo a forte volatilidade entre trimestres nos dados relativos aos PPI na Irlanda. Para mais informações sobre o impacto a mais longo prazo desta volatilidade, ver a caixa intitulada [Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2023.

⁸ Dos seis países da área do euro que reportaram uma aceleração no segundo trimestre, apenas a França o fez sem registar simplesmente uma melhoria face a uma contração no primeiro trimestre.

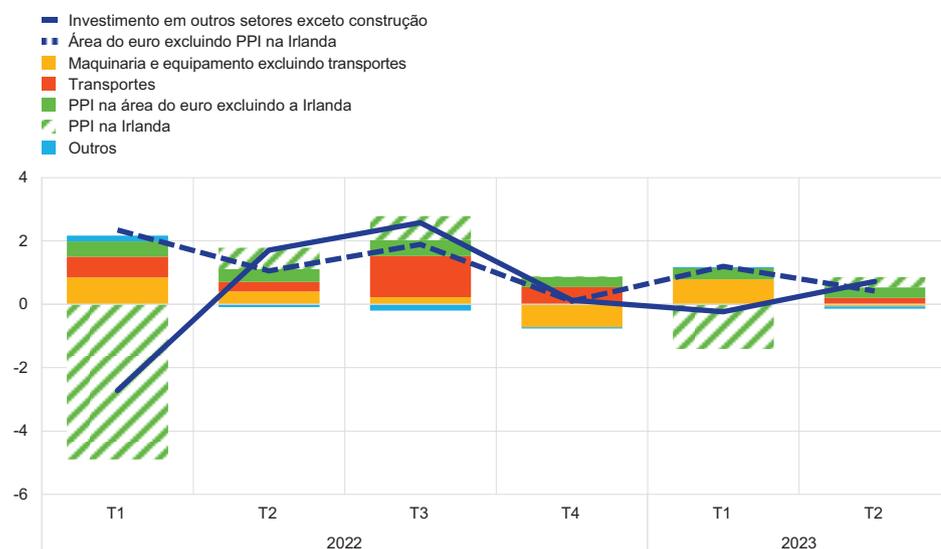
⁹ Para mais pormenores sobre a metodologia dos dados relativos às teleconferências de apresentação de resultados, ver a caixa intitulada [Teleconferências de apresentação de resultados: novos dados sobre lucros, investimento e condições de financiamento das empresas](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2023. Sobre o impacto das alterações climáticas no investimento, ver também a caixa intitulada “As alterações climáticas e o investimento e financiamento verdes das empresas da área do euro – resultados do SAFE” na presente edição do *Boletim Económico*.

¹⁰ O inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito de julho previa novas descidas da procura de empréstimos de longo prazo por parte das empresas para investimento fixo no terceiro e quarto trimestres de 2023, ao passo que as projeções mais recentes da área do euro preveem efeitos atenuantes mais fortes sobre o investimento empresarial decorrentes de taxas de juro mais elevadas e das restrições associadas à oferta de crédito (ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE](#)).

Gráfico 8

Investimento em outros setores exceto construção e contributos por categoria de ativos

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: "PPI" refere-se a produtos de propriedade intelectual (principalmente intangíveis). As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2023.

Após uma diminuição no segundo trimestre de 2023, é provável que o investimento em habitação registe nova descida no curto prazo. Em termos trimestrais em cadeia, o investimento em habitação diminuiu 1,0% no segundo trimestre de 2023, após um aumento de 0,8% no primeiro trimestre. Os indicadores de curto prazo apontam para novas descidas nos próximos trimestres. O produto no setor da construção de edifícios caiu significativamente em junho, implicando uma repercussão negativa para o crescimento no terceiro trimestre. Além disso, o indicador da Comissão Europeia relativo ao desenvolvimento da atividade de construção de edifícios nos últimos três meses diminuiu para um nível bastante inferior à sua média para o segundo trimestre em julho e agosto, enquanto o IGC relativo ao produto no setor da habitação caiu de novo para um valor inferior ao limiar de crescimento, de 35,7 em agosto, o seu nível mais baixo deste ano até à data. As perspetivas fracas para o investimento em habitação são consistentes com a tendência marcadamente descendente das licenças de construção residencial, a qual também se reflete cada vez mais na avaliação mais fraca por parte das empresas das carteiras de encomendas no inquérito da Comissão Europeia. O sentimento relativo à habitação, medido pelo inquérito trimestral da Comissão sobre as intenções a curto prazo das famílias de renovar, comprar ou construir uma casa, diminuiu ligeiramente no terceiro trimestre de 2023. O sentimento negativo deve-se principalmente à subida substancial das taxas de juro e ao seu impacto adverso na capacidade de aquisição de habitação, embora este facto seja, em certa medida, compensado pela queda dos preços da habitação. Esta diminuição da capacidade de aquisição de habitação, em conjunto com a maior restritividade dos critérios de concessão de crédito à habitação por parte dos bancos, está a afetar o dinamismo do investimento em habitação.

O crescimento das exportações manteve-se moderado no segundo trimestre, refletindo uma fraca procura mundial, a anterior apreciação do euro e preços elevados dos produtos energéticos.

O crescimento trimestral dos volumes das exportações foi negativo no segundo trimestre, à medida que o comércio mundial fraco atenuava a procura externa de bens da área do euro. Além disso, a apreciação do euro, que teve início em setembro de 2022, enfraqueceu a competitividade da área do euro, e o aumento dos preços dos produtos energéticos em 2022 contribuiu para o enfraquecimento das exportações, em especial nos setores com utilização intensiva de produtos energéticos. Ao mesmo tempo, a redução dos volumes de encomendas em atraso observada durante os trimestres anteriores parece estar a desvanecer-se como um fator-chave de apoio às exportações, uma vez que as carteiras de encomendas de exportações regressaram aos níveis anteriores à pandemia. O crescimento das importações passou a ser ligeiramente positivo no segundo trimestre, refletindo, em grande medida, uma recuperação face à descida acentuada no primeiro trimestre. Porém, em termos homólogos, as importações diminuíram num contexto de procura interna fraca. Em termos globais, o comércio líquido deu um contributo negativo para o crescimento do PIB no segundo trimestre. Os indicadores prospetivos apontam para a continuação do enfraquecimento a curto prazo dos volumes das exportações da área do euro. O relativo dinamismo das exportações de serviços observado até ao momento parece estar a desvanecer-se, uma vez que os exportadores neste setor reportaram uma deterioração das suas carteiras de encomendas. Tal parece refletir quer um abrandamento da procura não satisfeita de serviços na sequência da reabertura pós-pandemia de serviços com uma grande componente de contacto, quer algumas repercussões do enfraquecimento da indústria transformadora, cujos exportadores reportaram uma nova descida das novas encomendas.

Para além do curto prazo, espera-se que a atividade na área do euro recupere, apoiada por um aumento dos rendimentos reais. Espera-se que o crescimento do PIB se fortaleça, apoiado pela atenuação das pressões inflacionistas e pelo crescimento resiliente dos rendimentos do trabalho, permitindo uma recuperação do rendimento disponível real e do consumo privado. Contudo, o impacto destes fatores positivos deverá ser contrabalançado pelo impacto de taxas de juro mais elevadas e da maior restritividade das condições de concessão de crédito, cada vez mais repercutido na economia real.

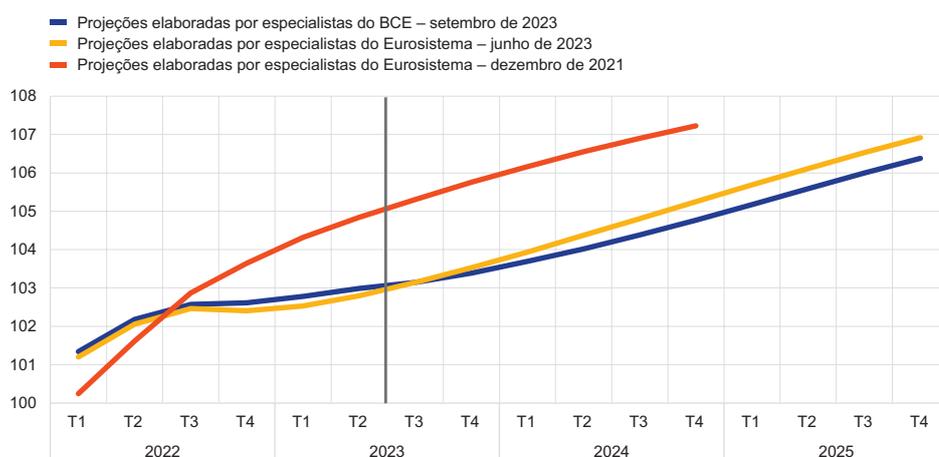
As projeções macroeconómicas de setembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE apontam para um abrandamento do crescimento do PIB real anual para 0,7% em 2023, antes de recuperar para 1,0% em 2024 e para 1,5% em 2025 (gráfico 9). Em comparação com as projeções de junho de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em baixa em 0,2 pontos percentuais para 2023, 0,5 pontos percentuais para 2024 e 0,1 pontos percentuais para 2025, refletindo uma revisão em baixa significativa das perspetivas de curto prazo, num contexto de deterioração dos indicadores baseados em inquéritos, condições de financiamento mais restritivas (incluindo efeitos mais adversos sobre a oferta de crédito) e um euro mais forte.

Os riscos para o crescimento económico encontram-se enviesados em sentido descendente. O crescimento poderá ser mais lento, se os efeitos da política monetária forem mais vigorosos do que o esperado, ou se a economia mundial enfraquecer, por exemplo, devido a novo abrandamento na China. Em contrapartida, o crescimento poderá ser mais elevado do que o projetado, se o forte mercado de trabalho, a subida dos rendimentos reais e a diminuição da incerteza significarem que as pessoas e as empresas se sentem mais confiantes e gastam mais.

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 BCE – setembro de 2023](#).
Nota: A linha vertical indica o início do horizonte de projeção.

3 Preços e custos

De acordo com as estimativas provisórias do Eurostat, a inflação situou-se em 5,3% em agosto de 2023, tal como em julho¹¹. Esta taxa de inflação global inalterada em agosto ocultou taxas mais baixas para todas as principais subcomponentes, à exceção da inflação dos preços dos produtos energéticos, que foi menos negativa do que no mês anterior. Os riscos em alta para a inflação incluem potenciais novas pressões em sentido ascendente sobre os custos dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. Condições meteorológicas adversas e a atual crise climática, mais em geral, podem fazer subir os preços dos produtos alimentares mais do que o esperado. Os indicadores da inflação subjacente continuaram a cair, mas permaneceram em níveis elevados que refletem, nomeadamente, pressões substanciais sobre os salários. Uma subida duradoura das expectativas de inflação para níveis acima do nosso objetivo, ou aumentos dos salários ou das margens de lucro superiores ao esperado, podem igualmente fazer subir a inflação, incluindo a médio prazo. As projeções macroeconómicas de setembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE preveem que a inflação global prossiga a sua trajetória descendente, atingindo, em média, 5,6% em 2023, 3,2% em 2024 e 2,1% em 2025.

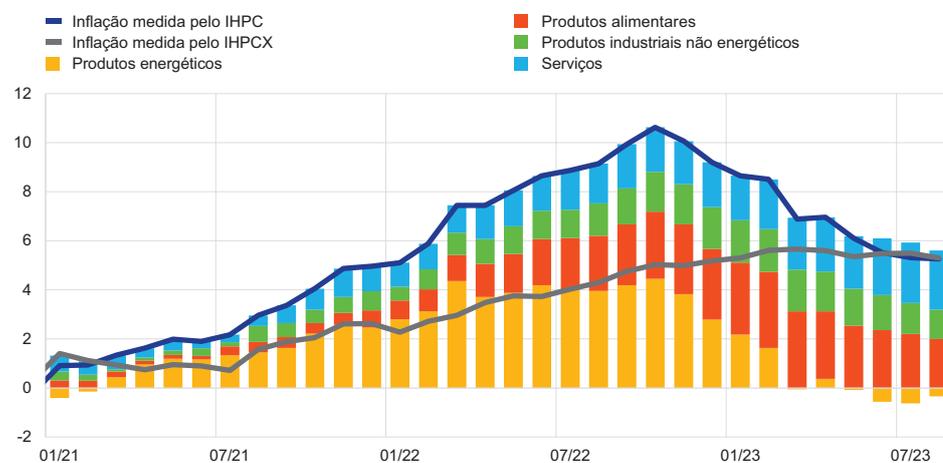
Após uma descida consecutiva durante nove meses depois de um pico em outubro de 2022, a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) manteve-se inalterada em agosto de 2023 (gráfico 10). A taxa de inflação global inalterada, de 5,3%, resultou da compensação da descida das taxas dos preços dos produtos alimentares, dos produtos industriais não energéticos e dos serviços por uma taxa de inflação dos preços dos produtos energéticos menos negativa. O aumento da inflação dos preços dos produtos energéticos, de -6,1% em julho para -3,3% em agosto, reflete um forte aumento mensal em cadeia resultante da subida dos preços do petróleo e, consequentemente, dos combustíveis. A inflação dos preços dos produtos alimentares voltou a cair, de 10,8% em julho para 9,8% em agosto, em resultado de taxas mais baixas das componentes dos produtos alimentares não transformados e transformados. No entanto, a inflação dos preços dos produtos alimentares transformados manteve-se em valores de dois dígitos (10,4%), em agosto, uma vez que o recente abrandamento das pressões acumuladas ainda não se verifica nos preços a retalho. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) desceu para 5,3% em agosto, face a 5,5% em julho, devido a ligeiras descidas das suas componentes principais, dos produtos industriais não energéticos e dos serviços. A inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos registou nova descida, de 5,0% em julho para 4,8% em agosto, refletindo o abrandamento de anteriores pressões acumuladas sobre os preços decorrentes de estrangulamentos no abastecimento e dos preços dos produtos energéticos, bem como a procura mais fraca. Em termos gerais, a inflação dos preços dos serviços manteve-se mais persistente, situando-se em 5,4% em junho, 5,6% em julho e 5,5% em agosto. Tal foi provavelmente apoiado por rubricas relacionadas com viagens e hotelaria e restauração e pelo elevado crescimento dos salários.

¹¹ Na divulgação final do Eurostat, a taxa de inflação global de agosto foi revista em baixa para 5,2% após a data de fecho da informação.

Gráfico 10

Inflação global e respetivas componentes principais

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

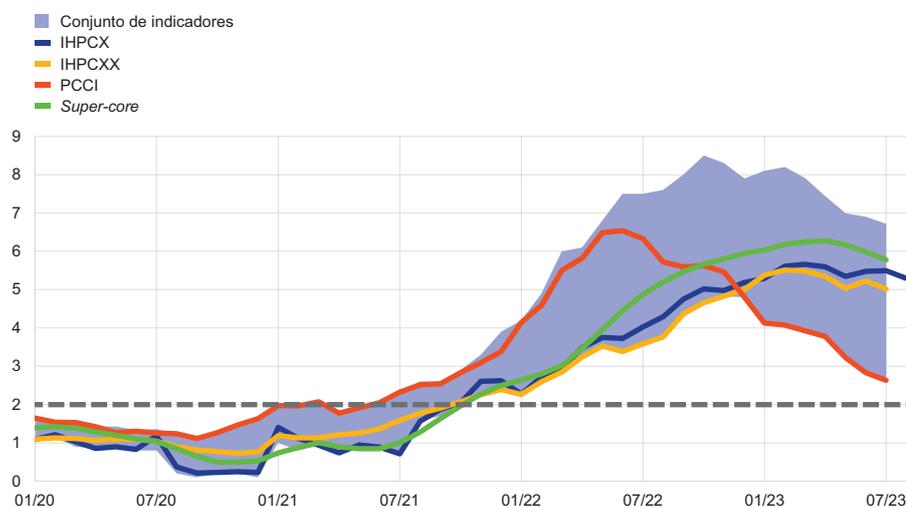
Nota: As últimas observações referem-se a agosto de 2023 (estimativas provisórias).

Embora tenham permanecido globalmente elevados, a maioria dos indicadores da inflação subjacente continuou a diminuir, refletindo o desvanecimento do efeito de choques anteriores sobre os custos dos produtos energéticos e as cadeias de abastecimento, bem como desajustamentos entre a oferta e a procura (gráfico 11). Apesar de a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares estar disponível para agosto, os dados mais recentes para outros indicadores da inflação subjacente referem-se a julho. Nesse mês, as taxas de crescimento homólogas da maioria dos indicadores diminuíram. O indicador *super-core*, que inclui rubricas do IHPC sensíveis ao ciclo económico, desceu de 6,0% em junho para 5,8% em julho, enquanto a medida da componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation* – PCCI) baseada em modelos desceu de 2,8% para 2,6%. Embora os indicadores estejam, na sua maioria, a diminuir, a incerteza em torno da dinâmica da inflação subjacente ainda é elevada, como se pode verificar pelo vasto leque entre medidas e pelos seus níveis elevados.

Gráfico 11

Indicadores da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

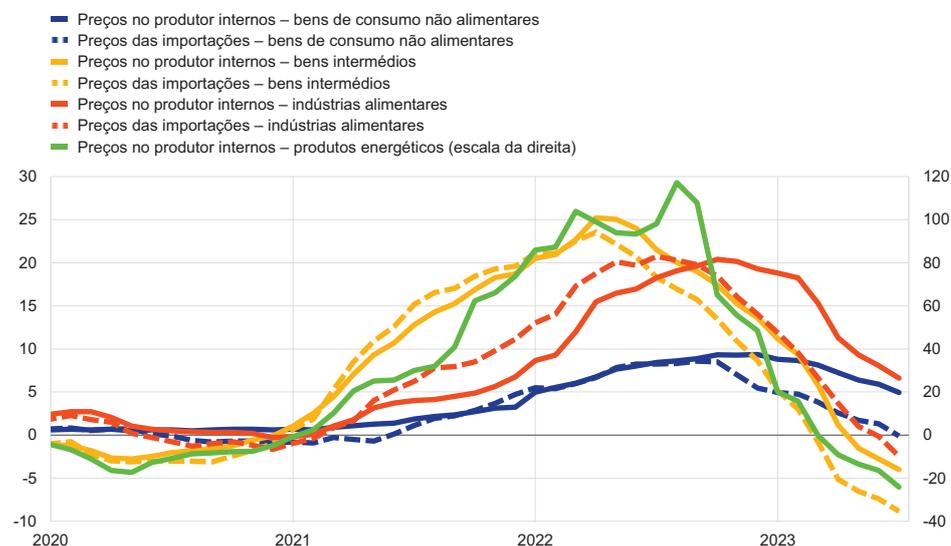
Notas: O conjunto de indicadores da inflação subjacente inclui IHPC excluindo produtos energéticos, IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não transformados, IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX), IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado (IHPCXX), as médias aparadas de 10% e 30%, o PCCI e uma mediana ponderada. A linha tracejada a cinzento representa o objetivo de inflação de 2% do BCE no médio prazo. As últimas observações referem-se a agosto de 2023 (estimativas provisórias) para o IHPCX e a julho de 2023 para os restantes indicadores.

As pressões acumuladas continuaram a abrandar à medida que os efeitos cumulativos de anteriores choques sobre os preços continuavam a desvanecer (gráfico 12). Nas fases iniciais da cadeia de preços, as pressões sobre os preços continuaram a diminuir substancialmente em julho. A inflação dos preços no produtor internos de bens intermédios tem sido negativa desde maio e desceu para -4,0% em julho, face a -2,8% em junho, enquanto os preços das importações dos mesmos bens caíram para -8,9%. A inflação dos preços no produtor dos produtos energéticos, que tem sido negativa desde abril, caiu consideravelmente, para -24,3% em julho, face a -16,5% em junho, refletindo o desvanecimento dos efeitos de anteriores choques sobre os preços dos produtos energéticos. Nas fases a montante da cadeia de preços, a inflação dos preços no produtor internos dos bens de consumo não alimentares desceu para 5,0% em julho, confirmando o abrandamento gradual das pressões acumuladas sobre os bens de consumo. O mesmo se aplica às pressões acumuladas no segmento dos preços no consumidor dos produtos alimentares, tendo a inflação dos preços no produtor dos produtos alimentares transformados registado nova descida em julho, embora tenha permanecido num nível elevado, de 6,6%. A taxa de crescimento homóloga dos preços das importações destas categorias continuou a diminuir até atingir termos negativos em julho. Os movimentos da taxa de câmbio do euro nos últimos meses continuam a afetar a magnitude e o movimento da dinâmica dos preços das importações, tendo o seu recente fortalecimento contribuído para o abrandamento das pressões sobre os preços.

Gráfico 12

Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



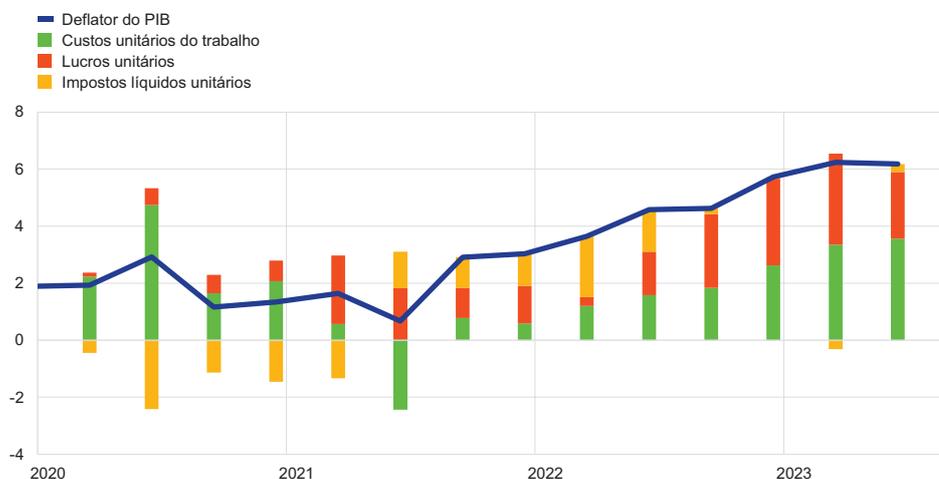
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

As pressões internas sobre os custos, medidas pelo crescimento do deflator do PIB, mantiveram-se inalteradas no segundo trimestre de 2023, uma vez que os contributos crescentes dos custos do trabalho foram compensados por menores contributos dos lucros (gráfico 13). A taxa de crescimento homóloga do deflator do PIB situou-se em 6,2% no segundo trimestre de 2023, mantendo-se inalterada face ao trimestre anterior. O contributo dos lucros unitários para o deflator do PIB desceu para 2,3 pontos percentuais, face a 3,2 pontos percentuais no trimestre anterior, compensando o maior contributo dos custos unitários do trabalho – que aumentou para 3,6 pontos percentuais, face a 3,3 pontos percentuais no trimestre anterior – e dos impostos unitários (líquidos de subsídios). A subida dos custos unitários do trabalho resultou de um crescimento homólogo mais negativo da produtividade do trabalho, enquanto o crescimento homólogo da remuneração por empregado se manteve inalterado em 5,5%. O crescimento dos salários negociados também se manteve globalmente inalterado no segundo trimestre de 2023, situando-se em 4,3%, após 4,4% no trimestre anterior. Informações prospetivas provenientes de negociações salariais recentemente concluídas ainda não revelam sinais claros de um ponto de viragem no crescimento dos salários.

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 segundo trimestre de 2023. Tanto a remuneração por empregado como a produtividade do trabalho contribuem para variações dos custos unitários do trabalho.

As medidas baseadas em inquéritos das expectativas de inflação a mais longo prazo e as medidas baseadas no mercado da compensação pela inflação corrigidas dos prémios de risco permaneceram em torno de 2%.

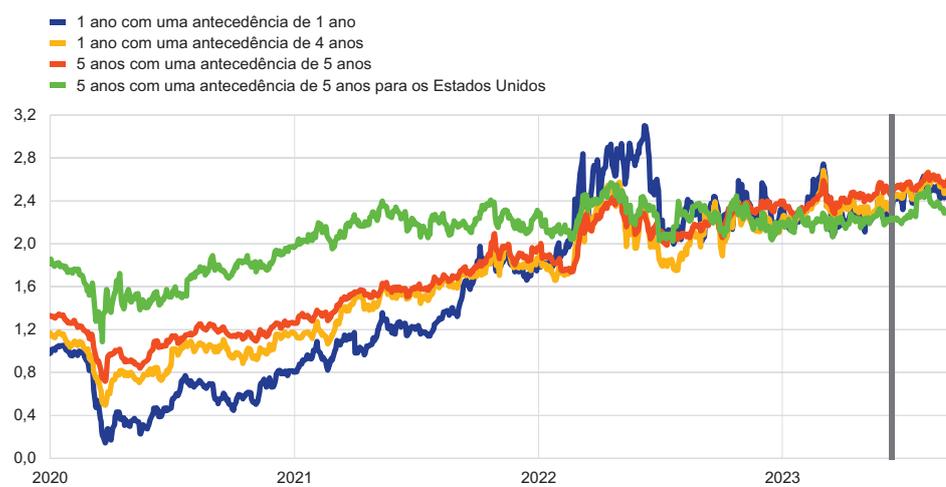
Tanto no Inquérito a Analistas Profissionais conduzido pelo BCE para o terceiro trimestre de 2023 como no inquérito do BCE a analistas monetários de setembro de 2023, as expectativas medianas a mais longo prazo situaram-se em 2,0%. As medidas baseadas no mercado da compensação pela inflação (com base no IHPC excluindo o tabaco) aumentaram em todos os prazos ao longo do período em análise, uma vez que os preços mais elevados dos produtos energéticos e a persistência da inflação subjacente levaram os participantes no mercado a rever em alta as suas perspetivas de inflação (gráfico 14). Contudo, estes fatores foram parcialmente contrabalançados pelas perspetivas de crescimento menos favoráveis do que o previsto para a área do euro durante a última parte do período em análise. Em termos gerais, a taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a 1 ano com uma antecedência de 1 ano aumentou cerca de 20 pontos base para 2,6%. Nos prazos mais longos, a taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos aumentou 15 pontos base para cerca de 2,6%, ou seja, ligeiramente abaixo do valor máximo plurianual alcançado no início de agosto. Apesar de seguirem um padrão semelhante ao das taxas equivalentes implícitas nos Estados Unidos, as taxas de *swap* indexadas à inflação a mais longo prazo na área do euro mantêm-se elevadas em termos históricos. Contudo, é de salientar que estas 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 prémios de risco de inflação, que compensam os riscos de inflação. Estimativas baseadas em modelos indicam que os prémios de risco de inflação representam uma parte considerável do aumento da fixação do preço pelo mercado da compensação pela inflação nos prazos mais curtos, bem como a maior parte do aumento nos prazos mais longos. Do lado dos consumidores, o inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores de

julho de 2023 referiu que as expetativas medianas para a inflação global ao longo do próximo ano permaneceram inalteradas em 3,4%, enquanto as expetativas medianas para a inflação global com uma antecedência de 3 anos aumentaram de 2,3% para 2,4%. Embora as medidas da incerteza da inflação do inquérito sobre as expetativas dos consumidores tenham diminuído ligeiramente face aos respetivos níveis máximos, permanecem relativamente elevadas.

Gráfico 14

Medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv, Bloomberg e cálculos do BCE.

Notas: Taxas de swap indexadas à inflação a prazo em diferentes horizontes para a área do euro e taxa de inflação implícita a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos para os Estados Unidos. As últimas observações referem-se a 13 de setembro de 2023.

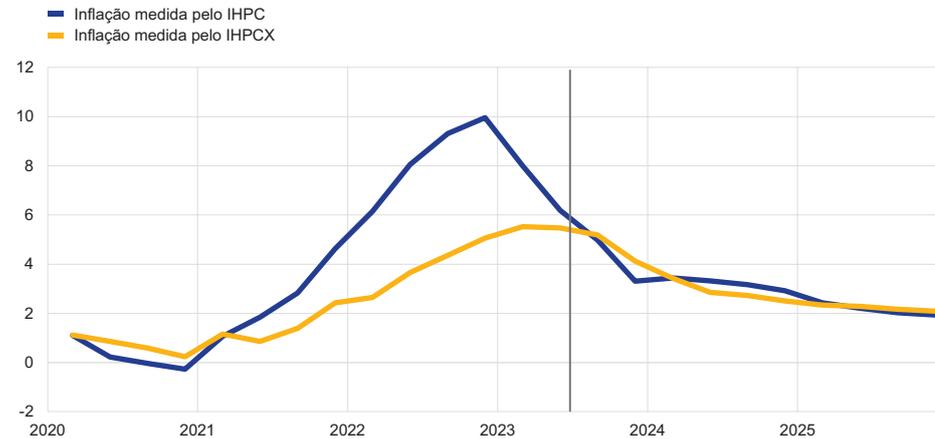
As projeções macroeconómicas de setembro de 2023 elaboradas por especialistas do BCE preveem que a inflação global prossiga a sua trajetória descendente, situando-se, em média, em 5,6% em 2023, 3,2% em 2024 e 2,1% em 2025 (gráfico 15). Esta trajetória desinflacionista no sentido do objetivo de 2% reflete o desvanecimento dos efeitos de anteriores choques sobre os preços dos produtos energéticos e de outras pressões acumuladas e o facto de as expetativas de inflação a mais longo prazo permanecerem ancoradas. O perfil é também inicialmente afetado por fortes efeitos de base no sentido descendente relacionados com a inflação dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. Projeta-se que o crescimento dos salários diminua progressivamente a partir de meados de 2023, mas permanecerá elevado ao longo do horizonte de projeção e tornar-se-á o principal fator impulsionador da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares. É impulsionado por aumentos dos salários mínimos e pela compensação pela inflação, no contexto de um mercado de trabalho restritivo, embora em arrefecimento. Espera-se que as margens de lucro, que registaram uma expansão significativa no ano passado, amortecem a transmissão dos custos do trabalho aos preços finais no médio prazo. Além disso, a política monetária mais restritiva deverá atenuar cada vez mais a inflação subjacente. Em comparação com as projeções de junho de 2023, as projeções para a inflação global foram revistas em alta em 0,2 pontos percentuais para 2023 e 2024, refletindo uma trajetória mais elevada dos preços dos produtos energéticos, e em baixa em 0,1 pontos percentuais para 2025, refletindo os efeitos atenuantes da

apreciação do euro, as condições de financiamento mais restritivas e as condições cíclicas mais fracas.

Gráfico 15

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

(taxas de variação homologas (%))



Fontes: Eurostat e Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2023.

Notas: "IHPC" corresponde ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor. "IHPCX" corresponde ao IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares. A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2023 (dados) e ao quarto trimestre de 2025 (projeções). As projeções macroeconómicas de setembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE foram finalizadas no final de agosto e a data de fecho para os pressupostos técnicos foi 22 de agosto de 2023. Tanto os dados históricos como os observados para a inflação medida pelo IHPC e pelo IHPCX são de periodicidade trimestral.

Os mercados financeiros da área do euro terminaram o período em análise (15 de junho a 13 de setembro de 2023) com poucas variações de um modo geral, verificando-se alguns movimentos ao longo do período. As taxas de juro de curto prazo da área do euro aumentaram, à medida que as expectativas de maior restritividade da política monetária ganharam firmeza no contexto de algumas pressões em sentido ascendente sobre as perspetivas de inflação. Estas expectativas para as taxas diretoras foram atenuadas por dados nacionais mais fracos sobre a economia real e alguma moderação do dinamismo do crescimento económico mundial. Consequentemente, no final do período em análise, a curva a prazo da taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) atingiu um pico em torno de 4,0% no primeiro trimestre de 2024, deste modo incorporando um novo aumento, moderado, da restritividade da política monetária. As taxas de juro de longo prazo da área do euro aumentaram a par das medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação, embora em menor grau, à medida que preocupações acerca do crescimento pesavam sobre as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas. Os diferenciais das obrigações soberanas mantiveram-se resilientes às surpresas macroeconómicas negativas. Além disso, o anúncio da descontinuação dos reinvestimentos ao abrigo do programa de compra de ativos (asset purchase programme – APP) a partir de julho de 2023 tem sido absorvido sem problemas. Os diferenciais das obrigações das sociedades não financeiras (SNF) de emitentes de obrigações de elevada rendibilidade alargaram-se ligeiramente, em consonância com a elevada exposição destes emitentes ao ciclo económico. Os índices alargados de cotações de ações diminuíram na área do euro, à medida que perspetivas de lucros mais fracas fizeram diminuir a valorização das sociedades não financeiras pelo mercado acionista, não obstante a recuperação dos preços das ações dos bancos. Nos mercados cambiais, o euro registou uma apreciação em termos ponderados pelo comércio.

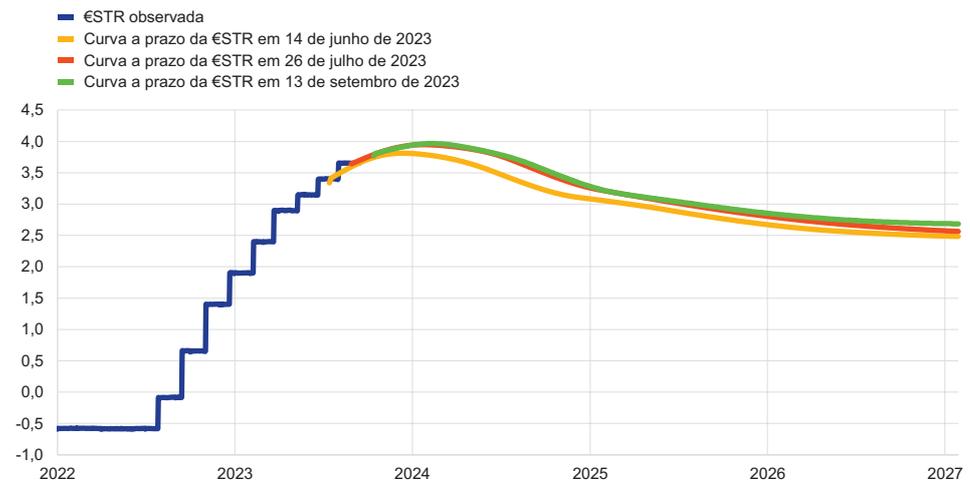
No final do período em análise, o pico da curva a prazo da €STR, em torno de 4,0% no primeiro trimestre de 2024, foi um pouco mais elevado do que no início do período em análise, em meados de junho (gráfico 16). A €STR registou uma média de 3,5% durante o período em análise e acompanhou de perto as alterações à taxa de juro da facilidade permanente de depósito, que o Conselho do BCE aumentou em 25 pontos base (de 3,25% para 3,5%) na reunião de política monetária de 15 de junho de 2023 e novamente em 25 pontos base (de 3,5% para 3,75%) na reunião de 27 de julho. A liquidez excedentária diminuiu 463 mil milhões de euros para 3681 mil milhões de euros, refletindo sobretudo o reembolso da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III). As taxas a curto e médio prazo dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight*, que têm por base a €STR, aumentaram após a reunião de junho, tendo os participantes no mercado revisto em alta as suas expectativas para as taxas diretoras. Consequentemente, as taxas a prazo registaram uma ligeira queda devido a uma deterioração das perspetivas macroeconómicas internas e mundiais, mas aumentaram novamente perto do final do período em análise, com a consolidação das expectativas de maior restritividade da política monetária. A decisão do Conselho do BCE, em julho, de aumentar as taxas diretoras e definir a remuneração das

reservas mínimas para 0% não afetou significativamente as taxas a prazo. No final do período em análise, o pico da curva a prazo, em torno de 4,0% no primeiro trimestre de 2024, ocorreu um pouco mais tarde do que o implícito nas taxas a prazo em meados de junho. As expectativas para as taxas diretas inferidas a partir da curva a prazo estão globalmente em conformidade com as que foram recolhidas em inquéritos.

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.

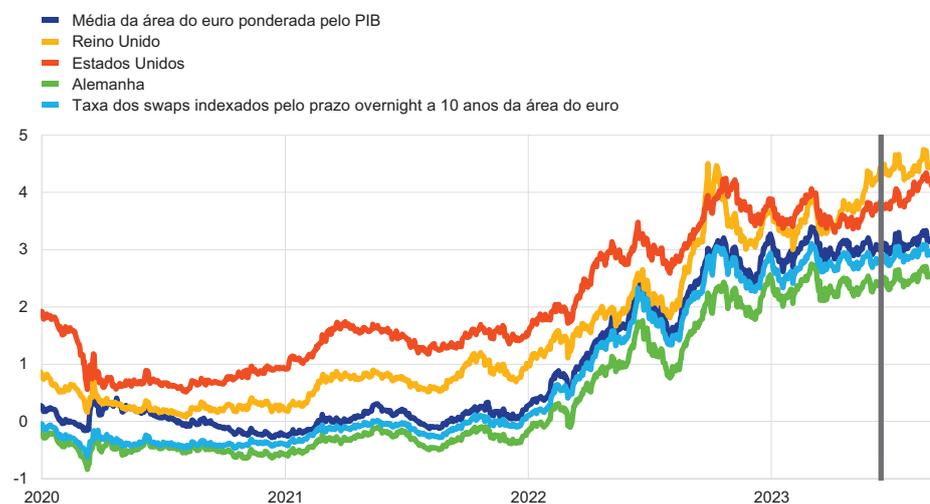
As taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro aumentaram ligeiramente, só espelhando parcialmente os aumentos verificados nas taxas correspondentes nos Estados Unidos (gráfico 17).

As taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro subiram moderadamente, com a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da área do euro a subir 14 pontos base para cerca de 3,0% no período em análise. A taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB registou um aumento de valor semelhante, situando-se em 3,3%. As taxas de juro de longo prazo da área do euro seguiram a evolução das medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação, que aumentaram, sobretudo, devido a prémios de risco de inflação mais elevados (ver a secção 3). As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo subiram mais nos Estados Unidos do que na área do euro devido às perspetivas macroeconómicas mais favoráveis. Esta divergência nas perspetivas macroeconómicas pesou sobre as taxas de juros de longo prazo da área do euro, especialmente na última parte do período em análise, em que surpresas macroeconómicas negativas levaram a uma inversão parcial de subidas anteriores. A inversão da curva de rendimentos sem risco atenuou-se ligeiramente no período em análise, mas permanece ainda em níveis historicamente elevados.

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 15 de junho de 2023. As últimas observações referem-se a 13 de setembro de 2023.

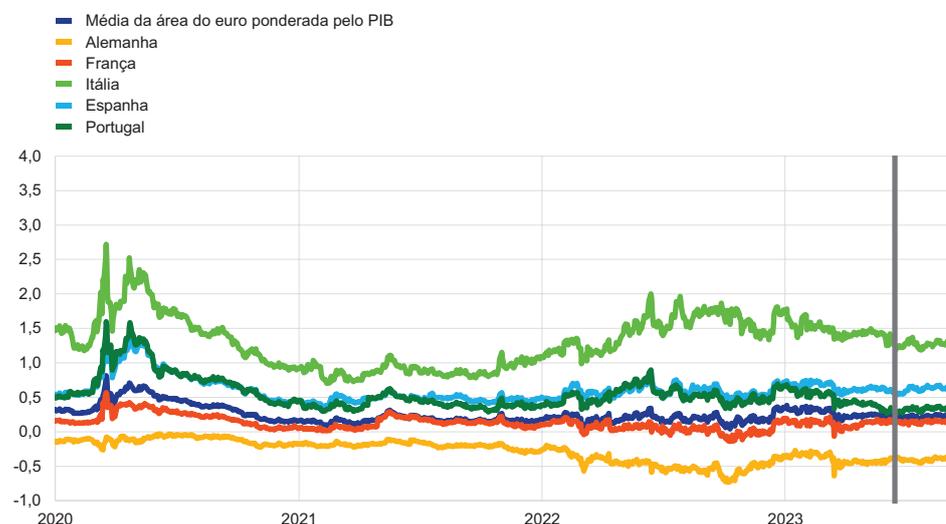
Os diferenciais das obrigações soberanas da área do euro subiram apenas ligeiramente, apesar da deterioração das perspetivas económicas e da descontinuação dos reinvestimentos ao abrigo do APP (gráfico 18). A média ponderada pelo PIB do diferencial das obrigações soberanas da área do euro em relação à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR aumentou 6 pontos base no período em análise, para um nível apenas ligeiramente mais elevado do prevalecente antes do início da normalização da política monetária do BCE.

Os diferenciais das obrigações soberanas subiram de forma desigual nas diferentes jurisdições, com os diferenciais da Itália e de Espanha a registar as maiores subidas, de 20 e 15 pontos base, respetivamente. Os mercados das obrigações soberanas mostraram-se resilientes não apenas à deterioração das perspetivas macroeconómicas, mas também à presença reduzida do Eurosistema no mercado. A ausência de pressões significativas em sentido ascendente sobre os diferenciais, apesar da descontinuação dos reinvestimentos ao abrigo do APP a partir de julho e dos níveis mínimos das condições de liquidez habituais no verão, sugere que os investidores privados continuam a absorver, sem grandes dificuldades, as obrigações que já não são compradas pelo Eurosistema.

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 15 de junho de 2023. As últimas observações referem-se a 13 de setembro de 2023.

Os diferenciais das obrigações das SNF aumentaram ligeiramente, num quadro de deterioração da economia interna.

Os diferenciais das obrigações das empresas emitidas por SNF subiram 5 pontos base no segmento de elevada rentabilidade. As sociedades financeiras, pelo contrário, observaram uma redução dos diferenciais das suas obrigações das empresas. Esta divergência reflete o impacto mais forte da deterioração das perspetivas económicas nas SNF de maior risco do que nas sociedades financeiras, continuando estas últimas a beneficiar de taxas de juro mais elevadas. A emissão bruta de obrigações por SNF de elevada rentabilidade permaneceu moderada, enquanto as SNF de categoria de investimento emitiram obrigações a um ritmo semelhante ao de anos anteriores, espelhando a evolução dos diferenciais das obrigações em todo o espetro de notações.

Os preços das ações da área do euro caíram no período em análise, à medida que as perspetivas de lucros mais fracas fizeram diminuir a valorização das SNF pelo mercado acionista (gráfico 19).

Os índices alargados dos mercados acionistas da área do euro diminuíram 2,9% no período em análise, enquanto os dos Estados Unidos aumentaram 1,1%. O desempenho mais fraco na área do euro reflete descidas nos preços das ações das SNF, que podem ser atribuídas a surpresas negativas relacionadas com os lucros e a revisões em baixa dos lucros esperados. No âmbito do setor não financeiro, os preços das ações registaram uma queda maior nos setores industrial, tecnológico e de bens de consumo não essenciais, fortemente influenciados pela deterioração das perspetivas macroeconómicas a nível interno e mundial. Pelo contrário, os preços das ações dos bancos da área do euro aumentaram 3,9%, superando os dos seus pares nos Estados Unidos.

Gráfico 19

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

(índice: 1 de janeiro de 2016 = 100)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 15 de junho de 2023. As últimas observações referem-se a 13 de setembro de 2023.

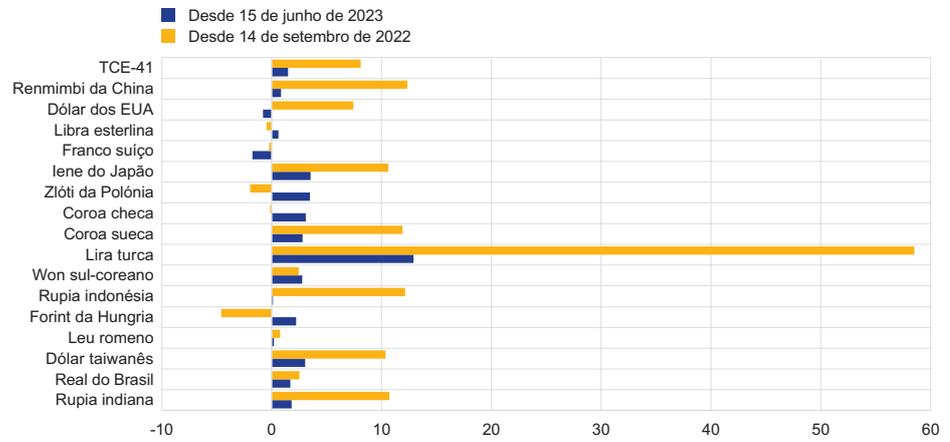
Nos mercados cambiais, o euro registou uma apreciação em termos ponderados pelo comércio, apesar de ter registado uma ligeira depreciação face ao dólar dos Estados Unidos (gráfico 20). Durante o período em análise,

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 modesta (1,5%). No que se refere aos movimentos da taxa de câmbio bilateral face às principais moedas, o euro registou uma ligeira depreciação face ao dólar dos Estados Unidos (de -0,8%), dado que as notícias económicas recentes têm sido mais positivas nos Estados Unidos do que na área do euro. Deste modo, a apreciação do euro em termos efetivos nominais foi sustentada por um fortalecimento face à maioria das outras moedas. O euro fortaleceu-se face ao iene do Japão (em 3,5%) e ao renmimbi da China (0,8%), num contexto de intervenções em termos de políticas pelas autoridades chinesas para contrariar a pressão em sentido descendente sobre a sua moeda, associada à deterioração das perspetivas de crescimento. O euro também registou uma apreciação face à lira turca (12,9%) no período em análise, mas estabilizou nas últimas semanas perante as subidas de taxas pelo Banco Central da República da Turquia.

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 13 de setembro de 2023.

5 Condições de financiamento e evolução do crédito

O aumento da restritividade da política monetária do BCE continuou a ser vigorosamente transmitido às condições de financiamento em geral. Os custos de financiamento dos bancos continuaram a aumentar, refletindo novos aumentos das taxas de juro passivas e a redução em curso da liquidez excedentária. Em julho de 2023, as taxas ativas bancárias também voltaram a aumentar, atingindo os níveis mais elevados desde 2008 para as empresas e desde 2012 para as famílias. No período de 15 de junho a 13 de setembro de 2023, tanto o custo da dívida baseada no mercado como, mais visivelmente, o custo do financiamento por ações aumentaram para as SNF. Os empréstimos bancários às empresas e às famílias continuaram fracos em julho, num contexto de taxas ativas mais elevadas, menor procura de empréstimos em resultado de cortes nos planos de despesa e de critérios de concessão de crédito mais restritivos, bem como resultados transitados sólidos. Em julho, os agregados monetários contraíram-se ao ritmo homólogo mais rápido de sempre, impulsionados por um crescimento moderado do crédito e uma redução do balanço do Eurosistema.

Os custos de financiamento dos bancos da área do euro continuaram a aumentar, refletindo novas subidas das taxas passivas. O custo composto do financiamento por dívida dos bancos da área do euro voltou a aumentar em julho de 2023, atingindo o seu nível mais elevado em mais de dez anos (gráfico 21, painel a). Este aumento reflete principalmente taxas passivas mais elevadas, dado que as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias se mantiveram globalmente estáveis, evoluindo em linha com as taxas isentas de risco nos prazos mais longos (gráfico 21, painel b)¹². As taxas passivas continuaram a aumentar de forma constante, com alguma variação entre instrumentos e setores (ou seja, as taxas passivas das empresas foram mais elevadas do que as das famílias). 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, o que, por seu turno, tem sido acompanhado de uma redistribuição dos depósitos entre bancos. Os aforradores têm transferido depósitos de bancos com remuneração menos atrativa para bancos que aumentaram as taxas passivas mais rapidamente. As emissões de obrigações bancárias remuneradas acima das taxas passivas e as taxas de juro diretoras do BCE aumentaram desde setembro de 2022, num contexto de descontinuação das ORPA direcionadas e de redução dos depósitos *overnight*. A descontinuação em curso das ORPA direcionadas, que também contribuiu para uma redução da liquidez excedentária num contexto de liquidez ainda ampla, levou os bancos a aumentar a sua dependência de títulos de dívida e instrumentos do mercado monetário, bem como a competir de forma mais ativa em termos de depósitos.

¹² Se o aumento do custo do financiamento interbancário também tivesse sido incluído no cálculo dos custos compostos do financiamento dos bancos, os custos de financiamento no seu conjunto teriam aumentado de forma ainda mais acentuada desde o início do ciclo de subida – embora partindo de um nível mais baixo.

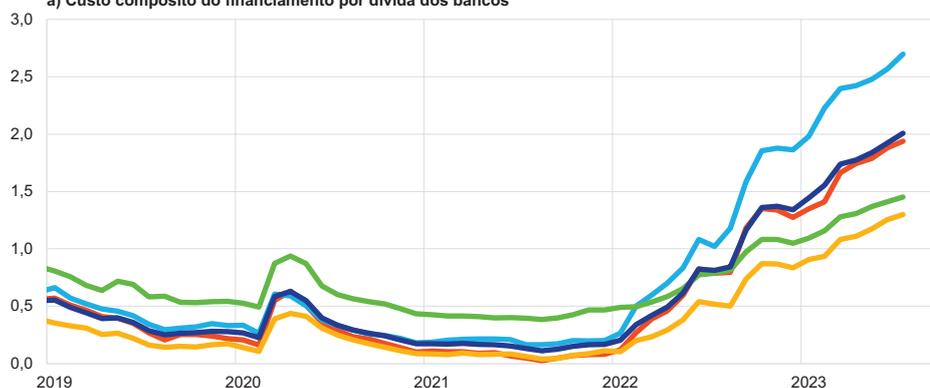
Gráfico 21

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

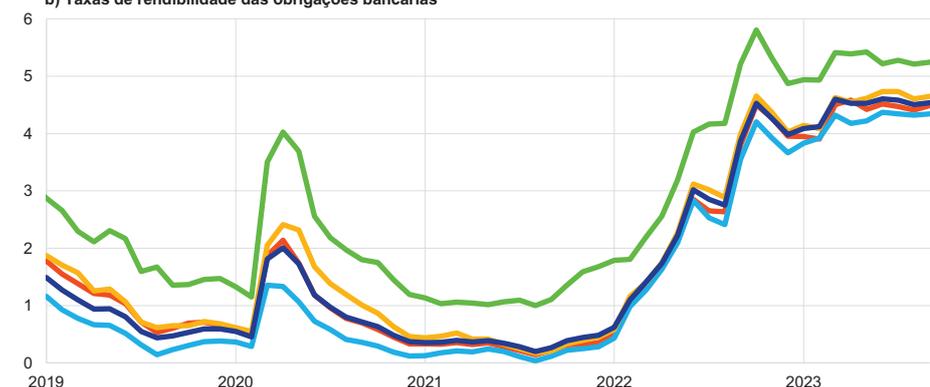
(percentagens homólogas)

- Área do euro
- Alemanha
- França
- Itália
- Espanha

a) Custo compósito do financiamento por dívida dos bancos



b) Taxas de rendibilidade das obrigações bancárias



Fontes: BCE, S&P Dow Jones Indices LLC e/ou subsidiárias e cálculos do BCE.

Notas: As taxas de financiamento bancário compósitas são uma média ponderada do custo compósito dos depósitos e do financiamento por dívida baseada no mercado sem garantia. O custo compósito dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. As taxas de rendibilidade das obrigações bancárias são médias mensais de obrigações de tranches prioritárias. As últimas observações referem-se a julho de 2023 para o custo compósito do financiamento por dívida dos bancos e a 13 de setembro de 2023 para as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias.

Os balanços dos bancos têm sido, em geral, robustos, apesar do

enfraquecimento da conjuntura económica.

Nos primeiros meses de 2023, os bancos continuaram a aumentar a sua capitalização, não obstante os compromissos de distribuições de dividendos mais elevados (ver a caixa 7), e o mais recente teste de esforço confirmou a capacidade dos bancos da área do euro para fazer face a choques financeiros e económicos num cenário adverso. Um sistema bancário bem capitalizado é fundamental para assegurar a disponibilização sustentável de crédito à economia real em condições adequadas. Apesar do aumento dos custos de financiamento dos bancos e de menores volumes de empréstimos, a rendibilidade dos bancos beneficiou de margens de juro líquidas mais elevadas no início de 2023. Paralelamente, os rácios de créditos não produtivos dos bancos aumentaram ligeiramente num contexto de perspetivas económicas mais fracas, enquanto os custos de provisionamento continuaram a ser contidos.

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. As taxas diretoras do BCE aumentaram substancialmente durante um curto período de tempo, ou seja, um total de 425 pontos base entre julho de 2022 e 13 de setembro de 2023. A subida das taxas diretoras do BCE tem sido transmitida às condições de concessão de crédito dos bancos, com uma subida das taxas ativas e um aumento considerável da restritividade dos critérios de concessão de crédito. O aumento das taxas ativas foi mais forte para as empresas do que para as famílias nos diferentes países (gráfico 22) e prazos de fixação da taxa de juro. As taxas bancárias dos novos empréstimos a SNF aumentaram para 4,93% em julho, o seu nível mais elevado desde o final de 2008. Tal compara com 4,78% em junho de 2023 e 1,83% em junho de 2022, antes de o BCE começar a aumentar as taxas de juro diretoras. Este aumento das taxas de juro dos empréstimos foi generalizado, verificando-se os maiores aumentos nos empréstimos com um período de fixação da taxa de juro superior a 1 ano, com alguma heterogeneidade entre países. O diferencial entre as taxas bancárias aplicadas aos pequenos e grandes empréstimos a empresas da área do euro aumentou ligeiramente em julho (para 48 pontos base), embora historicamente tenha permanecido estável em níveis baixos e com alguma variação entre os países da área do euro. Em julho, as taxas bancárias aplicáveis a novos empréstimos às famílias para aquisição de habitação também aumentaram, situando-se em 3,75%, o seu nível mais elevado desde janeiro de 2012, o que compara com 1,97% em junho de 2022 e 3,70% em junho de 2023. O aumento em julho deveu-se a taxas mais elevadas do crédito hipotecário a taxa fixa e, mais particularmente, do crédito hipotecário a taxa variável, com algumas diferenças entre os países. Os resultados do inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores ([Consumer Expectations Survey – CES](#)) de julho de 2023 sugerem que os consumidores esperam que as taxas hipotecárias estabilizem ligeiramente acima dos níveis atuais nos próximos 12 meses, possivelmente refletindo a fase avançada do ciclo de restritividade. Uma grande percentagem líquida dos inquiridos considerou que os critérios aplicados à concessão de crédito eram restritivos e esperava que o crédito à habitação se tornasse mais difícil de obter ao longo do mesmo período.

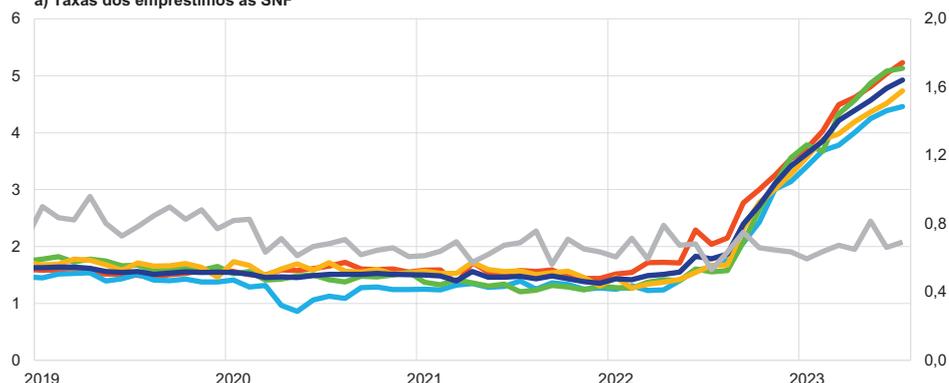
Gráfico 22

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

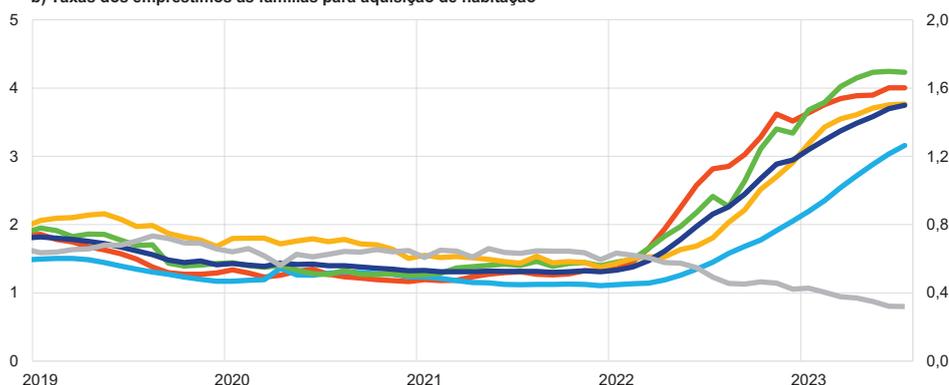
(percentagens homólogas; desvio-padrão)

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

a) Taxas dos empréstimos às SNF



b) Taxas dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação



Fonte: BCE.

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

No período de 15 de junho a 13 de setembro de 2023, tanto o custo da dívida baseada no mercado como, mais significativamente, o custo do financiamento por ações aumentaram para as SNF. Em julho de 2023, o custo global do

financiamento das SNF – ou seja, o custo composto dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações – situou-se em 6,2%, ou seja, praticamente inalterado face ao mês anterior (gráfico 23)¹³. Tal resultou de o aumento do custo dos empréstimos de curto prazo e de longo prazo dos bancos ter sido compensado por uma descida do custo do financiamento por ações e por dívida baseada no mercado no período entre o final de junho e o final de julho. Assim, o custo global do financiamento em julho permaneceu próximo dos níveis elevados atingidos em

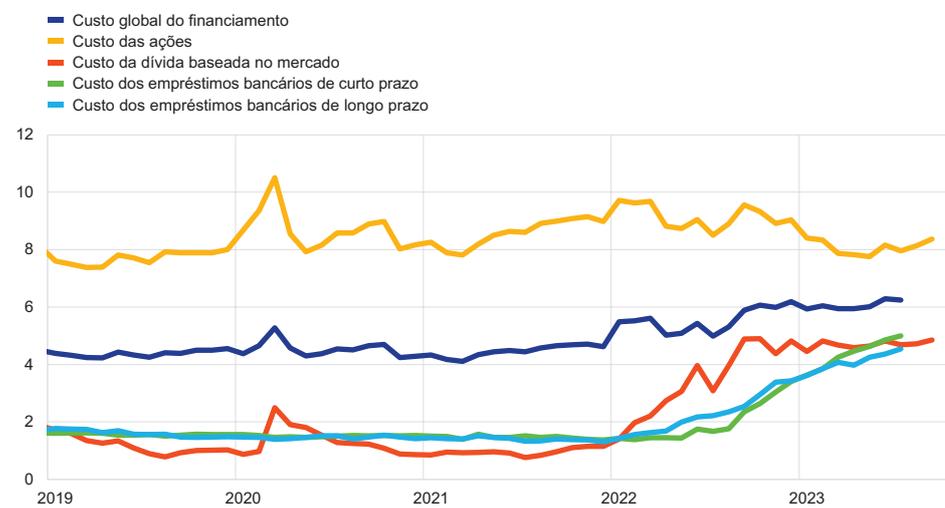
¹³ Devido a desfasamentos nos dados disponíveis sobre o custo dos empréstimos bancários, os dados do custo global do financiamento das SNF apenas estão disponíveis até julho de 2023.

setembro de 2022 e anteriormente observados no final de 2011¹⁴. No período em análise (ou seja, até 13 de setembro de 2023), tanto o custo da dívida baseada no mercado como o custo das ações aumentaram. O aumento do custo da dívida baseada no mercado ficou a dever-se a taxas isentas de risco mais elevadas e a um ligeiro aumento dos diferenciais das obrigações emitidas por SNF nos segmentos de elevada rentabilidade (ver a secção 4). O aumento da taxa isenta de risco (aproximada pela taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos), combinado com o fortalecimento do prémio de risco das ações, levou ao aumento substancial do custo das ações 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 com base em dados mensais como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários (dados médios mensais), da dívida baseada no mercado e das ações (dados em fim de mês), com base nos respetivos saldos. As últimas observações dizem respeito a 13 de setembro de 2023 para o custo da dívida baseada no mercado e para o custo das ações (dados diários) e julho de 2023 para o custo global do financiamento e para o custo do financiamento bancário (dados mensais).

Os empréstimos bancários às empresas e às famílias continuaram fracos em julho, num contexto de taxas ativas mais elevadas, menor procura de empréstimos e critérios de concessão de crédito mais restritivos.

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às SNF desceu para 2,2% em julho, depois de se situar em 3,0% em junho, sendo ainda suportada por efeitos de base (gráfico 24, painel a). O abrandamento registou-se nas maiores economias da área do euro, com alguma heterogeneidade entre os países, e refletiu a forte diminuição da procura de empréstimos, em parte devido a taxas ativas mais elevadas e a cortes nos planos de despesa associados, bem como a um novo aumento da restritividade dos critérios aplicados à concessão de crédito. Os fluxos mensais de empréstimos têm-se situado próximo de zero para as SNF desde novembro de 2022 e negativos para as famílias desde maio de 2023. A taxa de crescimento homóloga dos

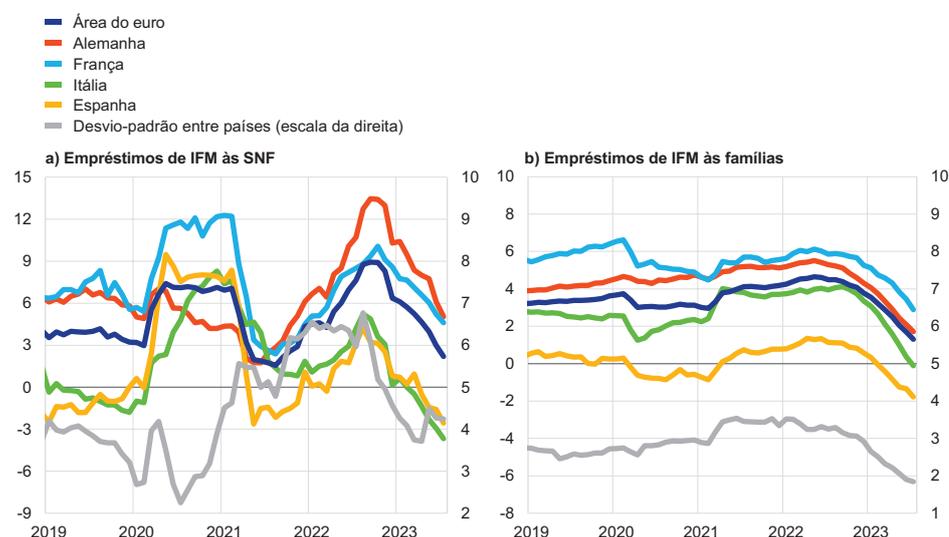
¹⁴ Ver a caixa 5 da presente edição do *Boletim Económico* para mais informação sobre as implicações do custo do financiamento nos investimentos das empresas da área do euro para mitigar os riscos relacionados com catástrofes naturais ou para cumprir normas climáticas mais rigorosas.

empréstimos às famílias desceu de 1,7% em junho para 1,3% em julho (gráfico 24, painel b), num contexto de perspetivas negativas para o mercado da habitação, de um novo aumento da restritividade dos critérios aplicados pelos bancos à concessão de crédito e de taxas ativas mais elevadas. A descida foi impulsionada por todas as componentes, nomeadamente crédito à habitação, crédito ao consumo e empréstimos a empresários em nome individual (ou seja, pequenas empresas não constituídas em sociedade). Os fluxos mensais líquidos de crédito às famílias foram negativos pelo terceiro mês consecutivo e, conseqüentemente, a taxa de crescimento a três meses anualizada de curto prazo também desceu para -0,8% – o seu nível mais baixo desde o início da área do euro.

Gráfico 24

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

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



Fonte: BCE.

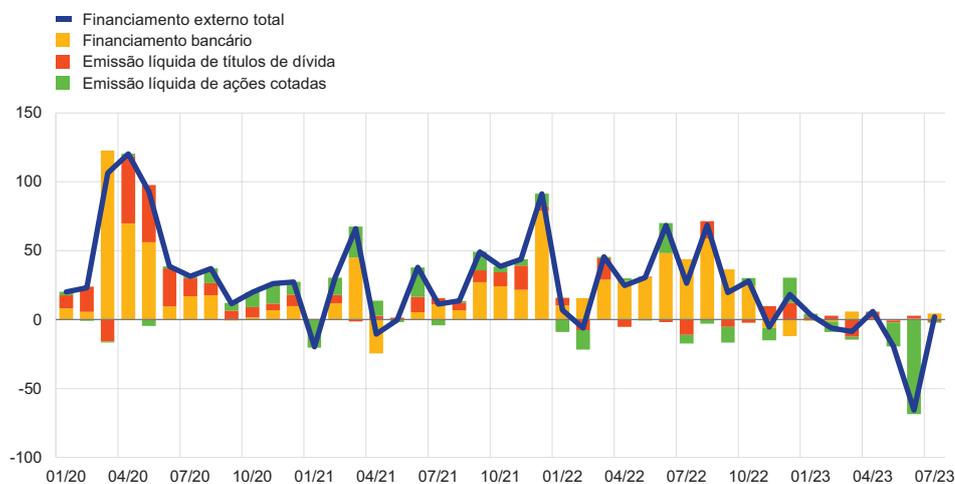
Notas: Os empréstimos das instituições financeiras monetárias (IFM) são corrigidos de vendas e titularização. No caso das SNF, os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*). O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países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

O crescimento do financiamento externo líquido das empresas da área do euro voltou a diminuir no segundo trimestre de 2023, tendo sido praticamente interrompido em julho, refletindo a redução das necessidades de financiamento das empresas, entre outros fatores. A taxa de crescimento homóloga do financiamento externo líquido diminuiu de 1,8% em abril de 2023 para 0,3% em julho (gráfico 25). Durante este período, os fluxos de empréstimos situaram-se próximo de zero, refletindo menores necessidades de financiamento das empresas, dada a menor atividade económica, resultados transitados sólidos, aumentos contínuos das taxas ativas e maior restritividade dos critérios aplicados à concessão de crédito pelos bancos. A emissão líquida de títulos de dívida também estagnou num contexto de emissão bruta sustentada e reembolsos de dimensão semelhante. A emissão líquida de ações cotadas foi moderada, tornando-se negativa em maio e junho, refletindo fatores pontuais (por exemplo, uma empresa multinacional recomprou ações e outra grande empresa foi nacionalizada). De um modo mais geral, a atividade em termos de ofertas públicas iniciais e de fusões e aquisições tem sido reduzida desde 2022.

Gráfico 25

Fluxos de financiamento externo líquido às SNF na área do euro

(fluxos mensais; mil milhões de euros)



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

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

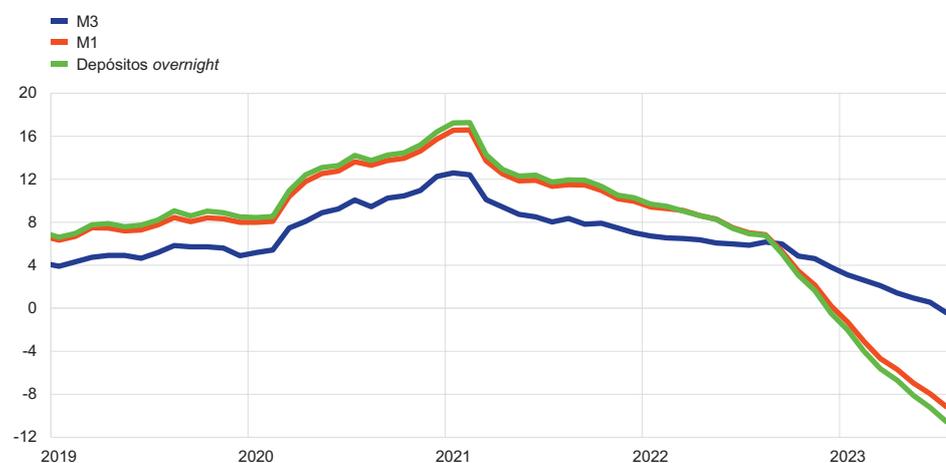
Os depósitos *overnight* registaram nova contração em julho, impulsionados pela reafetação de fundos para instrumentos com uma remuneração mais elevada.

Depois de uma queda de 9,2% em termos homólogos em junho, os depósitos *overnight* voltaram a cair em julho, reduzindo assim a sua taxa de crescimento homólogo para -10,5%, a maior contração desde o início da União Económica e Monetária (UEM) em 1999 (gráfico 26). Embora as taxas de juro estejam a aumentar, o diferencial entre depósitos a prazo e depósitos *overnight* continuou a alargar-se, aumentando o custo de oportunidade de detenção de ativos líquidos e impulsionando a reafetação em curso de fundos de depósitos *overnight* para depósitos a prazo. Tal reflete o facto de as taxas de juro dos depósitos *overnight* estarem a demorar mais a ajustar-se às variações das taxas diretoras do que as taxas dos depósitos a prazo. Este amplo diferencial incentiva fortemente as famílias e as empresas a transferirem os seus depósitos *overnight* e depósitos reembolsáveis para depósitos a prazo. O aumento da restritividade da política monetária do BCE mais rápido do que em anteriores ciclos de maior restritividade explica os volumes extraordinários que estão a ser reafetados.

Gráfico 26

M3, M1 e depósitos *overnight*

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



Fonte: BCE.

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

Em julho de 2023, os agregados monetários contraíram-se ao ritmo homólogo mais rápido de sempre, impulsionados por um crescimento moderado do crédito e uma redução do balanço do Eurosistema. O crescimento do agregado monetário estreito da área do euro (M1) registou uma nova contração, de 9,2% em julho, depois de ter caído 8,0% em junho; esta é, de longe, a maior redução de toda a sua história. O crescimento homólogo do agregado monetário largo (M3) na área do euro deslizou para terreno negativo pela primeira vez desde fevereiro de 2010, diminuindo de 0,6% em junho para -0,4% em julho (gráfico 26) – a sua taxa mais baixa desde o início da UEM. Esta descida acentuada da taxa de crescimento homóloga do M3 resultou de elevadas saídas mensais e efeitos de base. Saídas mensais persistentes refletiram vários fatores. Primeiro, o contributo dos empréstimos às famílias e às empresas para a dinâmica monetária caiu para zero nos últimos meses. Segundo, o fim do reinvestimento total dos pagamentos de capital dos títulos vincendos no âmbito do programa de compra de ativos, em julho de 2023, resultou numa redução da carteira de ativos do Eurosistema, o que retirou mecanicamente liquidez do sistema financeiro. Além disso, a substituição de obrigações de longo prazo por depósitos no financiamento bancário contribuiu para manter o crescimento do M3 em terreno negativo. No entanto, até ao momento, as entradas monetárias do resto do mundo têm amortecido, em certa medida, o impacto negativo das outras componentes. Estas entradas refletem a preferência dos investidores estrangeiros por títulos da área do euro, devido às suas taxas de rentabilidade relativamente atrativas e à resiliência dos atuais níveis de confiança. Sem este impulso por parte dos investidores estrangeiros, a dinâmica monetária para a área do euro teria avançado para terreno ainda mais negativo.

6 Evolução orçamental

De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2023 elaboradas por especialistas do BCE, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro registará uma melhoria moderada em 2023 e 2024, mas deteriorar-se-á ligeiramente em 2025. A orientação orçamental da área do euro deverá ser, em geral, neutra em 2023, tornar-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 das políticas orçamentais. Projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro diminua de 91% em 2022 para cerca de 88% em 2025, permanecendo, porém, muito acima dos níveis anteriores à pandemia. Com o desvanecimento do choque energético, os governos devem continuar a suprimir prontamente e de forma concertada as medidas de apoio relacionadas, a fim de evitar intensificar as pressões inflacionistas de médio prazo, o que, caso contrário, exigiria uma resposta ainda 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 de forma gradual a dívida pública elevada. Num parecer publicado em 5 de julho de 2023, o BCE instou os legisladores europeus a chegar a acordo sobre a reforma do quadro de governação económica da UE o mais rapidamente possível e, o mais tardar, até ao final de 2023.

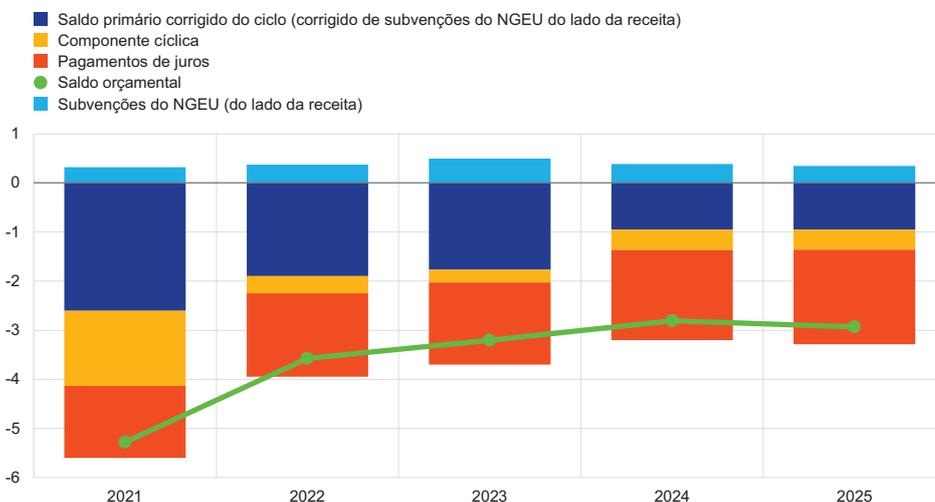
As projeções macroeconómicas de setembro de 2023 elaboradas por especialistas do BCE indicam que o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro registará uma melhoria moderada em 2023 e 2024, mas que se deteriorará ligeiramente em 2025¹⁵. Mais precisamente, projeta-se que o défice orçamental da área do euro diminua para 3,2% do PIB em 2023 e 2,8% do PIB em 2024, aumentando depois para 2,9% em 2025 (gráfico 27). A descida na primeira parte do horizonte de projeção é impulsionada por expectativas de um défice primário corrigido do ciclo mais baixo, enquanto a componente cíclica deverá manter-se, em geral, estável. Projeta-se que os pagamentos de juros aumentem ligeiramente no horizonte de projeção. A diminuição do défice primário corrigido do ciclo é moldada pela redução das medidas de apoio orçamental implementadas pelos governos em resposta ao choque energético e à inflação elevada. Estima-se agora que, a nível da área do euro, essas medidas ascendam a 1,4% do PIB em 2023, diminuindo significativamente para 0,4% do PIB em 2024 e cerca de 0,2% do PIB em 2025.

¹⁵ Ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2023](#).

Gráfico 27

Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



Fontes: Cálculos do BCE e projeções macroeconómicas de setembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE.

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).

Projeta-se que a orientação orçamental da área do euro seja, em geral, neutra em 2023 e se torne significativamente mais restritiva em 2024, antes de regressar a níveis globalmente neutros em 2025¹⁶. A variação anual do apoio orçamental, corrigida de subvenções concedidas aos países ao abrigo do programa "NextGenerationEU" (NGEU), aponta para um aumento, em termos cumulativos, da restritividade das políticas orçamentais na área do euro ao longo do período de projeção. Espera-se que este aumento da restritividade ocorra sobretudo em 2024, quando deverá ser gradualmente eliminado cerca de 75% do apoio orçamental implementado pelos governos da área do euro face aos preços dos produtos energéticos e à inflação. Em 2025, a orientação orçamental deverá ser neutra, sendo a cessação de mais medidas de compensação pelos preços dos produtos energéticos parcialmente compensada por um investimento mais elevado apoiado pelo NGEU e por maiores despesas com a defesa. Por seu lado, o aumento, em termos cumulativos, da restritividade das políticas orçamentais no horizonte de projeção não é impulsionado pela média dos salários e das pensões da função pública, que se projeta que registem taxas de crescimento superiores à inflação em 2024 e 2025, apresentando a despesa total nestas rubricas uma taxa de crescimento igual ou superior à taxa de crescimento potencial nominal.

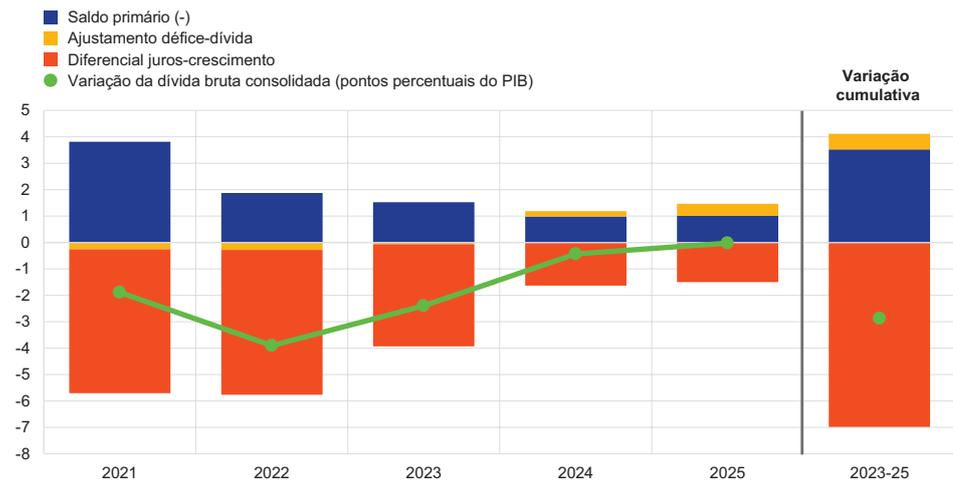
¹⁶ A orientação orçamental reflete a direção e a magnitude do estímulo das políticas orçamentais proporcionado à economia para além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É mensurada aqui como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Como as receitas orçamentais mais elevadas relacionadas com as subvenções ao abrigo do NGEU provenientes do orçamento da UE não têm um impacto contracionista na procura, o saldo primário corrigido do ciclo é, neste contexto, ajustado de modo a excluir essas receitas. Para mais pormenores sobre 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 permaneça acima do seu nível anterior à pandemia, diminuindo para 89% do PIB em 2023 e estabilizando, de um modo geral, em 2024 e 2025. O rácio da dívida aumentou aproximadamente 13 pontos percentuais, passando para cerca de 97% em 2020. Em 2023, deverá diminuir para cerca de 89% do PIB, seguindo-se quedas marginais em 2024 e 2025. A evolução nestes últimos dois anos reflete também expectativas de uma redução significativa dos diferenciais negativos entre as taxas de juro e o crescimento nominal do PIB em comparação com os níveis observados entre 2021 e 2023 (gráfico 28). Além disso, espera-se que tanto os défices primários como os ajustamentos défice-dívida positivos exerçam uma pressão em sentido ascendente sobre o nível da dívida. Em resultado, não obstante uma descida de mais de 3 pontos percentuais entre 2023 e 2025, o rácio da dívida agregada da área do euro no final do horizonte deverá permanecer quase 5 pontos percentuais acima do seu nível anterior à pandemia.

Gráfico 28

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 setembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE.

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 junho de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o saldo orçamental da área do euro permanece inalterado para 2023, mas apresenta agora uma melhoria um pouco menor do que o anteriormente esperado no que respeita tanto a 2024 como a 2025. Estas revisões em baixa para 2024 e 2025 devem-se principalmente a variações projetadas do saldo primário resultantes de despesas primárias mais elevadas do que o inicialmente considerado, incluindo despesas mais altas com subsídios de desemprego, visto que a atividade deverá ser mais fraca. Em termos corrigidos do ciclo, projeta-se que as revisões no conjunto do horizonte sejam negligenciáveis.

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, caso contrário, exigiria uma resposta ainda 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 melhor forma de o conseguir é ao abrigo de um quadro da UE robusto para a coordenação e supervisão das políticas económicas e orçamentais. Como salientado num [parecer](#) publicado em 5 de julho de 2023, o BCE acolhe com agrado as propostas da Comissão Europeia relativas à reforma do quadro de governação económica da UE e apresenta algumas observações e sugestões específicas e técnicas, com vista a reforçar o novo quadro e a garantir que é mais transparente e previsível. Nomeadamente, o BCE insta os legisladores da UE a chegar a acordo sobre a reforma do quadro de governação económica o mais rapidamente possível e, o mais tardar, até ao final de 2023. Atendendo a que a cláusula de derrogação de âmbito geral contida no Pacto de Estabilidade e Crescimento da UE será desativada até essa data, tal acordo será fundamental para ancorar as expectativas de sustentabilidade da dívida e de crescimento sustentável e inclusivo. A incapacidade para chegar rapidamente a um acordo e estabelecer um quadro orçamental credível, transparente e previsível poderia criar incerteza e atrasar indevidamente o ajustamento orçamental necessário e o impulso às reformas e ao investimento.

Caixas

1 Riscos decorrentes do El Niño para os preços mundiais das matérias-primas alimentares

Por Jakob Fèveile Adolfsen e Marie-Sophie Lappe

A ocorrência quase certa de um fenómeno El Niño na parte final de 2023 implica riscos para os preços mundiais das matérias-primas alimentares.

Em junho, a Administração Nacional Oceanográfica e Atmosférica (ANOA) dos Estados Unidos anunciou que já se verificavam as condições para a ocorrência de um fenómeno El Niño, sendo provável este vir a desenvolver-se no final deste ano. Por definição, um fenómeno El Niño ocorre quando a média móvel de três meses da temperatura da superfície no centro e leste do oceano Pacífico tropical se situa, pelo menos, 0,5 graus Celsius acima da média de 30 anos durante cinco períodos de três meses consecutivos sobrepostos¹. As mais recentes previsões meteorológicas apontam para uma probabilidade de 99% de ocorrer um fenómeno El Niño no último trimestre de 2023 e uma probabilidade de 66% de que este seja forte – com um desvio térmico de, pelo menos, 1,0 grau Celsius acima do limiar de 0,5 graus que define um fenómeno El Niño (gráfico A)². O fenómeno El Niño deste ano representa um desvio em relação aos três anos anteriores, que foram dominados pela sua contraparte mais fria, La Niña³. É provável que o El Niño afete o aprovisionamento e os preços dos produtos alimentares nas regiões equatoriais e a nível mundial, ao afetar as condições meteorológicas em todo o mundo. A presente caixa aborda os efeitos prováveis do fenómeno El Niño nas matérias-primas alimentares a nível mundial e analisa os riscos para os preços das matérias-primas alimentares, caso se revele um El Niño forte. Embora a caixa se centre principalmente no impacto de um El Niño forte, passível de amplificar os efeitos nos preços das matérias-primas alimentares no próximo ano, vários estudos indicam que qualquer fenómeno

¹ De acordo com a [definição](#) da ANOA, El Niño é a fase quente da oscilação no oceano Pacífico equatorial (também designada “El Niño – Oscilação Sul”). Na fase neutra da oscilação, os alísios – os ventos permanentes que sopram de leste para o oeste em torno do equador – empurram as águas quentes da América do Sul para a Ásia, onde estas evaporam mais facilmente. Isto gera um processo de afloramento, ou seja, a ascensão das águas frias profundas à superfície oceânica para substituir as águas quentes. Durante um fenómeno El Niño, os ventos alísios abrandam e as águas quentes são empurradas de volta para a América do Sul, o que enfraquece, ou chega mesmo a parar, o processo de afloramento.

² Em termos históricos, dos 23 fenómenos El Niño ocorridos desde 1950, 8 foram fortes.

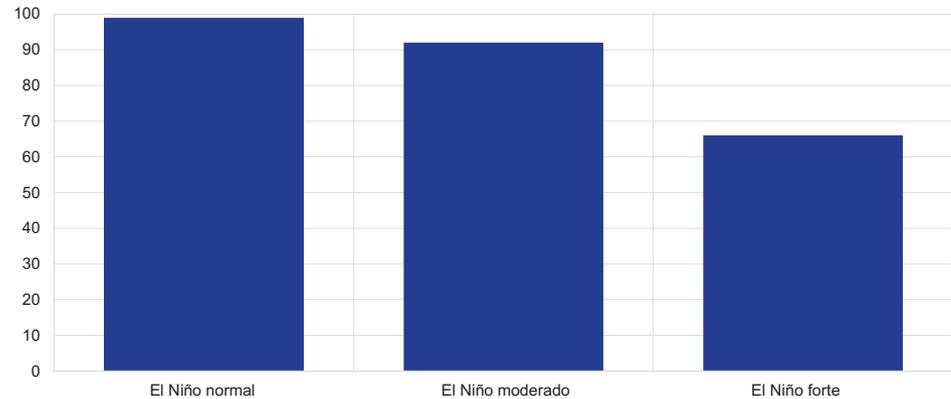
³ A definição do fenómeno La Niña é semelhante à do El Niño, mas com anomalias negativas nas temperaturas da superfície oceânica. Um fenómeno La Niña é gerado por ventos alísios mais fortes do que o habitual, que intensificam o processo de afloramento.

El Niño, independentemente da sua intensidade, é suscetível de afetar os produtos alimentares a nível mundial⁴.

Gráfico A

Probabilidade de um fenómeno El Niño no quarto trimestre de 2023

(percentagens)



Fonte: ANOA.

Notas: Um fenómeno El Niño normal é definido pela ANOA como um aumento das temperaturas da superfície oceânica de, pelo menos, 0,5 graus Celsius acima da média de longo prazo. Um "El Niño moderado" e um "El Niño forte" são definidos como aumentos de temperatura de, pelo menos, 1,0 e 1,5 graus Celsius, respetivamente, acima da média de longo prazo. As últimas observações referem-se a 10 de agosto de 2023.

É provável que os efeitos meteorológicos complexos resultantes do El Niño afetem as culturas alimentares em todo o mundo, especialmente nas regiões equatoriais.

O El Niño está associado a uma maior frequência de eventos meteorológicos extremos. Esses eventos diferem significativamente consoante a região. Por exemplo, o El Niño gera normalmente vagas de calor com chuva intensa na América do Sul e nos estados do sul dos Estados Unidos, mas secas nos estados do norte dos Estados Unidos. A complexidade dos padrões climáticos daí resultantes implica que o El Niño afeta a produção agrícola de forma distinta, dependendo dos tipos de culturas e das épocas de cultivo, bem como da região em causa. É igualmente provável que os efeitos na produção agrícola variem entre diferentes ciclos do El Niño. Estimativas dos efeitos históricos de um fenómeno El Niño na produção agrícola ilustram como o impacto difere consoante os tipos de culturas, até dentro do mesmo país. Apesar de, aparentemente, a um fenómeno El Niño se seguirem maiores colheitas de soja nos Estados Unidos, este tem, em geral, efeitos negativos nas respetivas colheitas de trigo e milho⁵. Além disso, ainda

⁴ A presente caixa centra-se nos preços internacionais das matérias-primas alimentares e não nos preços dos produtos alimentares no consumidor na área do euro, onde se espera que os efeitos sejam menores. Peersman (2022) demonstra que as variações dos preços internacionais das matérias-primas alimentares explicam quase 30% da volatilidade da inflação na área do euro a médio prazo. Ver Peersman, G., [International Food Commodity Prices and Missing \(Dis\)Inflation in the Euro Area](#), *The Review of Economics and Statistics*, vol. 104, n.º 1, 2022, pp. 85-100. Os subsídios concedidos aos produtores domésticos no âmbito da política agrícola comum da União Europeia atenuam em parte os efeitos das variações dos preços internacionais das matérias-primas alimentares sobre os preços dos produtos alimentares no consumidor na área do euro. Ver, por exemplo, Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. e Onorante, L., [Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-linearities and the Role of the Common Agricultural Policy](#), *International Journal of Central Banking*, vol. 8, n.º 1, 2012, pp. 179-217.

⁵ As culturas de soja nos Estados Unidos beneficiaram principalmente de condições de cultivo estivais favoráveis na região centro-oeste do país, enquanto vagas de calor e secas causaram danos nas culturas na Ásia. As culturas de milho nos Estados Unidos foram sobretudo afetadas negativamente pelas condições de seca nos estados do sudeste do país que tendem a seguir-se a um fenómeno El Niño.

que o El Niño tenha tido historicamente efeitos positivos nas colheitas de soja nos Estados Unidos e na América do Sul, tende a reduzir as colheitas de soja na Ásia⁶. Os efeitos complexos dificultam a previsão das implicações do El Niño para os preços mundiais das matérias-primas alimentares. A substituição de matérias-primas alimentares por outras complica ainda mais os efeitos sobre os preços. Em certa medida, os agricultores consideram a soja e o milho como substitutos mútuos e, ocasionalmente, alternam entre as duas culturas em função dos preços atuais dos futuros. Isto implica que uma potencial redução das colheitas de milho pode repercutir-se nos preços da soja, ao passo que os efeitos sobre os preços do milho podem ser ligeiramente atenuados por este efeito de substituição. Além disso, os fenómenos El Niño em 1982/1983 provocaram uma queda do número de peixes na Ásia e na Austrália, gerando uma substituição da procura de peixe por soja para alimentação animal⁷. Devido a esta complexidade e visto que a produção agrícola é um dos muitos fatores que afetam os preços mundiais das matérias-primas alimentares, extrapolar diretamente os efeitos da produção agrícola nos efeitos sobre os preços levaria a conclusões erradas.

Análises históricas sugerem que um El Niño normal tem efeitos em sentido ascendente sobre os preços mundiais das matérias-primas alimentares. Vários estudos analisam o efeito do El Niño nos preços mundiais das matérias-primas alimentares. Brenner (2002) conclui que o El Niño – Oscilação Sul representa quase 20% dos movimentos da inflação dos preços mundiais das matérias-primas desde 1963 e que um evento El Niño normal tende a elevar a inflação real dos preços das matérias-primas em cerca de 3% durante 6 a 12 meses após o seu surgimento, com o maior contributo a ser dado pelas matérias-primas alimentares⁸. Cashin *et al.* (2017) documentam a variação do impacto dos choques decorrentes do El Niño desde 1972 na atividade económica em diferentes países, enfrentando a maioria dos países um aumento dos preços das matérias-primas não energéticas⁹. De um modo geral, concluem que o El Niño tem um impacto em alta de cerca de 5% nos preços mundiais das matérias-primas não energéticas e que este impacto dura 6 a 16 meses¹⁰. Outras conclusões sugerem que a inflação responde de forma mais acentuada a um fenómeno El Niño em países cujos produtos alimentares têm um peso mais elevado no índice de inflação. Estes estudos indicam que um fenómeno El Niño, qualquer que seja a sua intensidade, tem efeitos significativos nos preços das matérias-primas alimentares e, em geral, faz subir os preços.

⁶ Com base em Izumi, T., Luo, J. J., Challinor, A. J., Sakurai, G., Yokozawa, M., Sakuma, H., Brown, M. E. e Yamagata, T., *Impacts of El Niño Southern Oscillation on the global yields of major crops*, *Nature Communications*, 5, n.º 3712, 2014.

⁷ Ver Brenner, A. D., *El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?*, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 84, n.º 1, 2002, pp. 176-183.

⁸ Brenner, A. D., *op. cit.*

⁹ Cashin, P., Mohaddes, K. e Raissi, M., *Fair weather or foul? The macroeconomic effects of El Niño*, *Journal of International Economics*, vol. 106, 2017, pp. 37-54.

¹⁰ Cashin *et al.*, *ibid.*, utiliza uma medida não baseada na temperatura, o que não permite a classificação de um fenómeno El Niño como normal ou forte. Para além do efeito sobre os preços das matérias-primas alimentares, o estudo conclui que os preços dos metais também contribuem para o aumento dos preços das matérias-primas não energéticas, sobretudo porque os fenómenos meteorológicos extremos afetam a atividade mineira, como observado no Chile. Ver Cashin, P., Mohaddes, K. e Raissi, M., *El Niño: Good Boy or Bad?*, *Finance and Development*, vol. 53, n.º 1, 2016, pp. 30-33.

Os preços mundiais das matérias-primas alimentares podem aumentar até 9% se as atuais condições para a ocorrência de um fenómeno El Niño resultarem num El Niño forte. Embora já se verifiquem as condições para a ocorrência de um fenómeno El Niño e seja quase certo que 2023 será declarado um ano de El Niño, a incerteza quanto à força do evento é mais elevada¹¹. Estimativas históricas, com controlo tanto da evolução do ciclo económico mundial como dos preços dos fertilizantes e dos produtos energéticos, sugerem que um aumento das temperaturas da superfície oceânica correspondente à transição de um evento El Niño normal para um forte faria subir os preços mundiais das matérias-primas alimentares durante um período até dois anos, observando-se um máximo de 9% de subida dos preços, passados 16 meses após o início de um El Niño forte (gráfico B, painel a). Tal decorre dos riscos mais elevados e da potencial intensificação dos fenómenos meteorológicos extremos que um El Niño forte implicaria comparativamente a um El Niño normal. Os riscos em alta para os preços das matérias-primas alimentares decorrentes da ocorrência de um El Niño forte são particularmente pronunciados para a soja, o milho e o arroz, devendo, porém, os efeitos sobre os preços ser em sentido ascendente, mas insignificantes, no caso do trigo e em torno de zero para o café e o cacau (gráfico B, painel b).

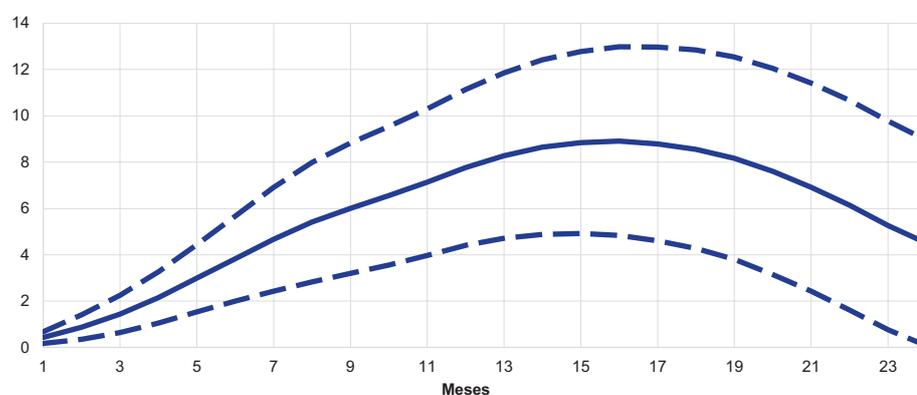
¹¹ A diferença entre um fenómeno El Niño normal (anomalia de 0,5 graus Celsius) e um forte (anomalia de 1,5 graus Celsius) é de 1,0 graus Celsius. Para as atuais probabilidades do El Niño, ver o gráfico A.

Gráfico B

Efeitos estimados sobre os preços mundiais das matérias-primas alimentares decorrentes da transição de um El Niño normal para um forte

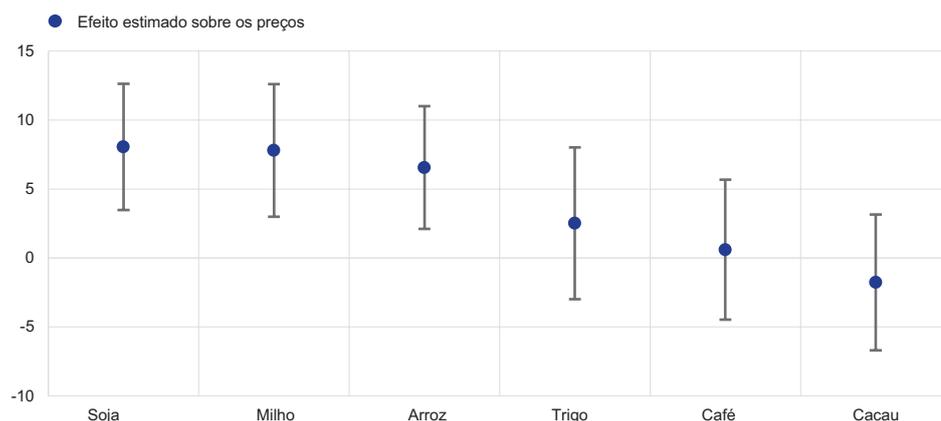
a) Efeitos sobre os preços na sequência do início de um período com um El Niño forte

(variação percentual)



b) Efeitos sobre os preços de uma seleção de matérias-primas alimentares

(variação percentual)



Fontes: Haver, ANOA e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O efeito estimado sobre os preços indica o impacto de um aumento de 1,0 grau Celsius das temperaturas da superfície oceânica durante fenômenos El Niño, com controle dos preços dos fertilizantes e do petróleo, enquanto custos de fatores de produção na produção alimentar, e da atividade industrial mundial, enquanto indicador do ciclo económico mundial. As funções de resposta a impulsos foram estimadas com recurso a projeções locais, seguindo Jordà, Ó., *Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections*, vol. 95, n.º 1, 2005, pp. 161-182. Os gráficos apresentam intervalos de confiança de 68%. O painel b) ilustra o efeito estimado sobre os preços, passados 16 meses, com base na reação máxima do agregado de preços das matérias-primas alimentares no painel a). As últimas observações referem-se a abril de 2023.

Os mercados financeiros têm em conta os aumentos dos preços dos futuros, mas também uma maior incerteza quanto aos preços.

A incorporação da evolução do El Niño melhora a precisão das previsões da volatilidade futura dos preços das matérias-primas alimentares¹². Tal sugere que as entidades que operam com derivados de matérias-primas poderão incorporar perspetivas relativas a fenómenos El Niño quando negociarem no mercado de futuros. Analisando as três principais culturas cerealíferas (soja, milho e trigo), os preços dos futuros aumentaram na semana seguinte ao anúncio da ANOA, em 8 de junho, de que já se verificavam as condições para a ocorrência de um fenómeno El Niño, com uma

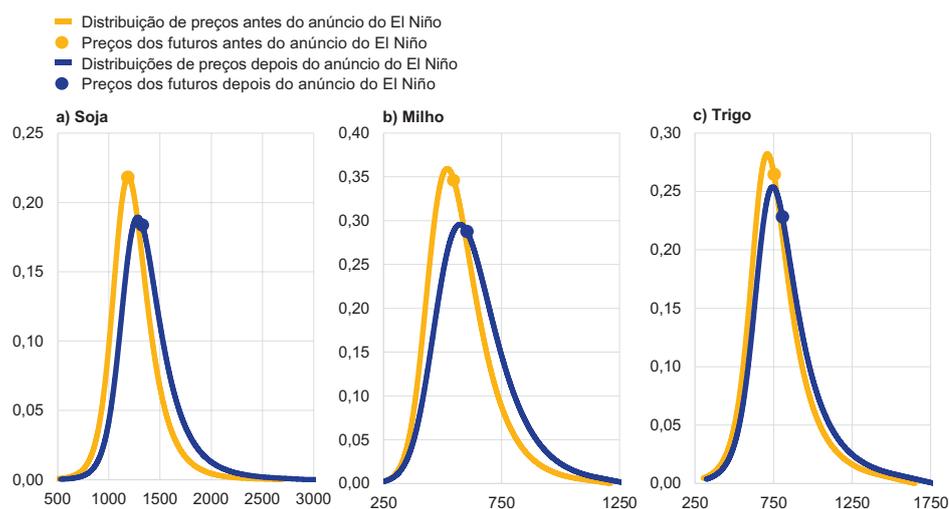
¹² Su *et al.* demonstram que a incorporação da evolução do El Niño melhora a previsão da volatilidade futura dos preços no mercado de cereais dos Estados Unidos. Ver Su, Y., Liang, C., Zhang, L. e Zeng, Q., *Uncover the response of the U.S grain commodity market on El Niño-Southern Oscillation*, *International Review of Economics & Finance*, vol. 81, 2022, pp. 98-112.

probabilidade em torno de 50% de ocorrer um El Niño forte na parte final do ano (gráfico C)¹³. Tanto o nível de preços como a incerteza relativamente aos preços da soja e do milho no verão de 2024 aumentaram substancialmente. Os preços da soja subiram 12% e os do milho 10%, enquanto o desvio-padrão das distribuições aumentou 24% e 23%, respetivamente. De acordo com analistas dos mercados, esta evolução refletiu sobretudo ocorrências climáticas desfavoráveis no hemisfério norte no início de junho, com o surgimento das condições para a ocorrência de um fenómeno El Niño a gerar incerteza adicional quanto às perspetivas para as culturas. O impacto no trigo – que, historicamente, tem permanecido menos sensível a episódios El Niño fortes – foi menor, sendo o aumento de preços de 7% e o desvio-padrão de 13%. Em termos gerais, as variações nas distribuições de preços implícitas nas opções refletem potenciais pressões em sentido ascendente sobre os preços das matérias-primas alimentares e aumentos da incerteza quanto aos preços desencadeados pela evolução em curso do El Niño.

Gráfico C

Distribuições de preços implícitas nas opções antes e após o anúncio do El Niño

(eixos dos x: USD por alqueire; eixos dos y: percentagens)



Notas: As distribuições neutras em termos de risco implícitas nas opções são calculadas seguindo Black, F. e Scholes, M., *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, *Journal of Political Economy*, vol. 81, n.º 3, 1973, pp. 637-654, com base nos futuros de julho de 2024 da Câmara de Comércio de Chicago para a soja, o milho e o trigo duro vermelho de inverno. As taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* são utilizadas como dados para a taxa de juro isenta de risco. A incerteza quanto aos preços é medida pela amplitude das distribuições implícitas nas opções. As datas de fecho da informação para antes e após o anúncio do El Niño foram, respetivamente, 7 de junho de 2023 e 16 de junho de 2023.

¹³ Pesos correspondentes da soja, do milho e do trigo no índice de preços dos produtos alimentares e bebidas do Instituto de Economia Internacional de Hamburgo (Hamburgische WeltWirtschaftsInstitut – HWWI), com base nas importações de países da União Económica e Monetária: 14%, 14% e 8%.

2 Qual o papel dos efeitos da reabertura nos vários países e setores?

Por Niccolò Battistini e Johannes Gareis

A presente caixa analisa a recente dispersão da atividade económica nos vários países e setores e avalia o papel desempenhado pelos efeitos de reabertura após o levantamento das restrições relacionadas com a pandemia de coronavírus (COVID-19) no ano passado. O crescimento do produto na área do euro tem abrandado significativamente desde o início de 2022, uma tendência acompanhada por uma dispersão decrescente, embora persistente, do crescimento em todos os países e setores. Esta dispersão persistente do crescimento é o reflexo de uma economia a duas velocidades, com um crescimento relativamente moderado da indústria transformadora, parcialmente induzido por uma procura mais fraca a nível mundial e condições de financiamento mais restritivas na área do euro, e com um crescimento relativamente robusto dos serviços, apoiado pelos efeitos de reabertura. Contudo, dados de inquéritos recentes sugerem que esta dispersão poderá diminuir no futuro próximo: embora o impulso dos efeitos de reabertura esteja a enfraquecer, a propagação de outras forças em todos os setores está a fortalecer-se.

No início de 2023, a dispersão do crescimento nos países da área do euro era ainda relativamente elevada, enquanto a dispersão do crescimento nos setores estava em linha com os níveis anteriores à pandemia. De modo a ter em conta a dimensão económica dos países e dos setores, a dispersão do crescimento é medida com base no desvio-padrão ponderado do crescimento do valor acrescentado (bruto real) em termos homólogos nos vários países (excluindo a Irlanda) e setores da área do euro¹. Ambas as medições atingiram níveis sem precedentes na sequência do surto de COVID-19, mas diminuíram significativamente em 2022, embora não ao mesmo ritmo (gráfico A, painel a). No primeiro trimestre de 2023, a dispersão do crescimento entre países manteve-se mais elevada do que antes da pandemia, ao passo que a dispersão do crescimento intersectorial regressou aos níveis registados antes da pandemia. A maior dispersão do crescimento entre países parece estar relacionada com a continuação de uma maior dispersão do crescimento dos serviços com uma grande componente de contacto, que diminuiu face ao pico registado durante a pandemia, mas permaneceu num nível historicamente elevado (gráfico A, painel b)². Inversamente, a dispersão do crescimento entre países na indústria transformadora regressou aos níveis anteriores à pandemia.

¹ Ver também a caixa intitulada [Economic growth in the euro area is broadening](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2017.

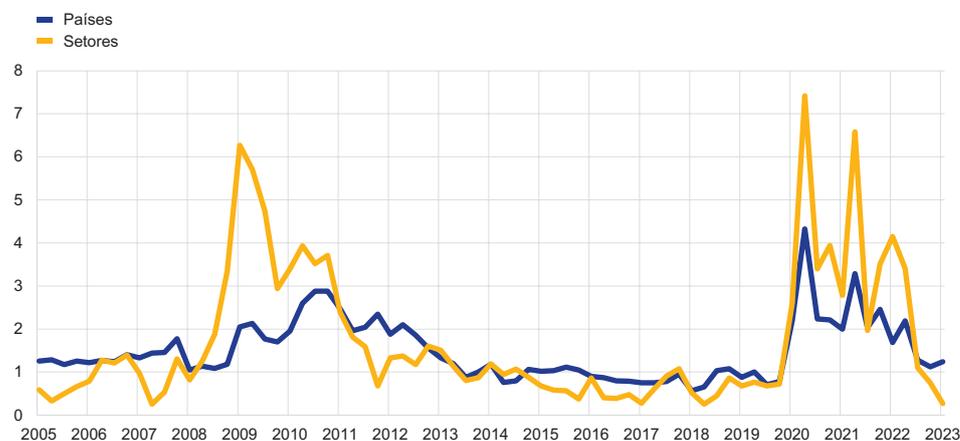
² A expressão “serviços com uma grande componente de contacto” serve de fórmula abreviada para o comércio por grosso e a retalho, bem como para os transportes e as atividades de serviços de alojamento e restauração (em conformidade com a classificação NACE Rev. 2).

Gráfico A

Dispersão do crescimento do valor acrescentado

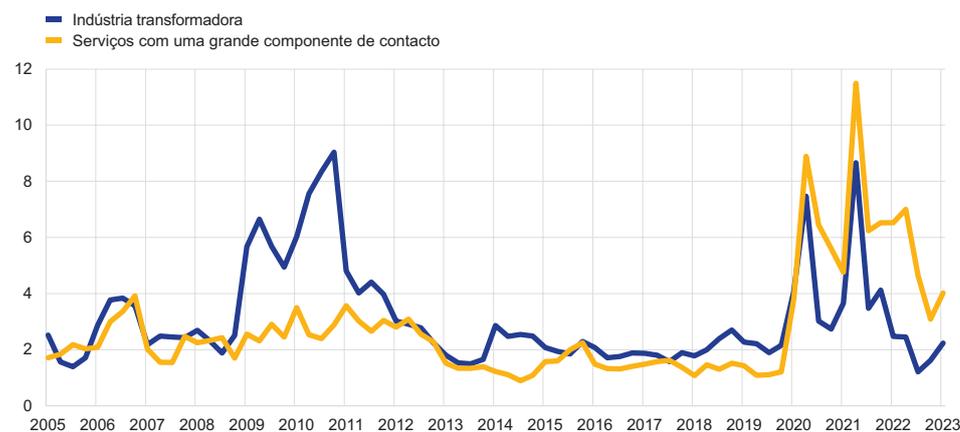
a) Dispersão do crescimento do valor acrescentado nos vários países e setores da área do euro

(pontos percentuais)



b) Dispersão do crescimento do valor acrescentado da indústria transformadora e dos serviços com uma grande componente de contacto nos países da área do euro

(pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: A dispersão do crescimento entre países é medida como o desvio-padrão ponderado do crescimento do valor acrescentado em termos homólogos nos países da área do euro, excluindo a Irlanda. A dispersão do crescimento intersetorial é medida como o desvio-padrão ponderado do crescimento do valor acrescentado em termos homólogos da indústria transformadora, construção, serviços com uma grande componente de contacto e uma combinação de outros setores. A dispersão do crescimento entre países na indústria transformadora e nos serviços com uma grande componente de contacto é medida como o desvio-padrão ponderado do crescimento do valor acrescentado específico do setor em termos homólogos nos países da área do euro, à exceção da Irlanda. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2023.

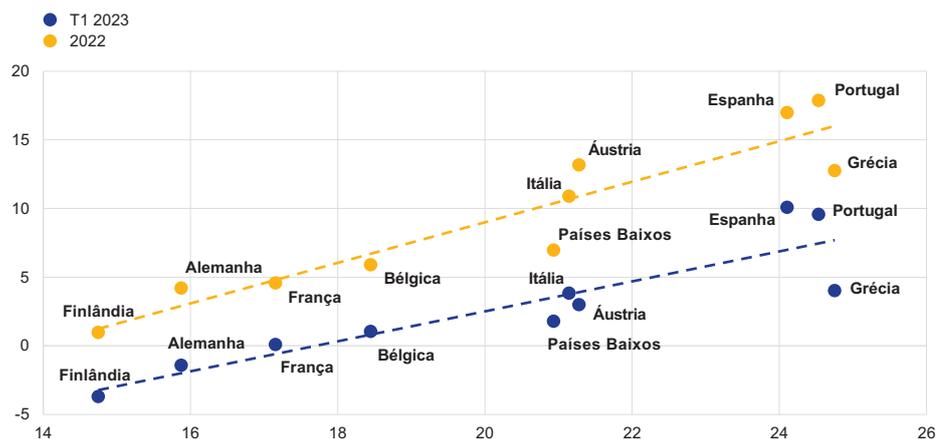
No primeiro trimestre de 2023, o crescimento económico manteve-se mais elevado em países onde os serviços com uma grande componente de contacto são mais importantes para o conjunto da economia. Em 2022, a produção nos serviços com uma grande componente de contacto cresceu a um ritmo mais forte nos países em que tais serviços representam uma maior percentagem da economia (gráfico B, painel a). Tal reflete, em parte, o padrão de crescimento na sequência do surto da pandemia, momento em que estes países registaram um abrandamento económico relativamente acentuado dos serviços com uma grande componente de contacto. O crescimento relativamente forte dos serviços com uma grande componente de contacto nos países em que estes serviços são mais importantes prosseguiu no primeiro trimestre de 2023, com o nível dos serviços com uma grande componente de contacto nestes países a ultrapassar os níveis anteriores à pandemia relativamente mais do que nos países em que estes serviços são menos importantes. Este cenário demonstra que os países com uma maior dependência de serviços com uma grande componente de contacto continuaram a beneficiar em maior medida do impulso de crescimento deste setor, o que também conduziu, em geral, a um crescimento do valor acrescentado relativamente mais elevado (gráfico B, painel b). Em contrapartida, os países com uma maior dependência da indústria transformadora registaram sobretudo um menor crescimento do valor acrescentado total no primeiro trimestre de 2023, refletindo o crescimento ligeiramente mais fraco da indústria transformadora comparativamente aos serviços com uma grande componente de contacto. Contudo, a distribuição do crescimento da indústria transformadora nos países da área do euro foi muito mais equitativa, indiciando uma influência mais uniforme dos atuais fatores impulsionadores da indústria transformadora nos países da área do euro do que dos serviços com uma grande componente de contacto.

Gráfico B

Relação entre a dimensão do setor dos serviços com uma grande componente de contacto e quer o crescimento nesses serviços quer o valor acrescentado total nos países da área do euro

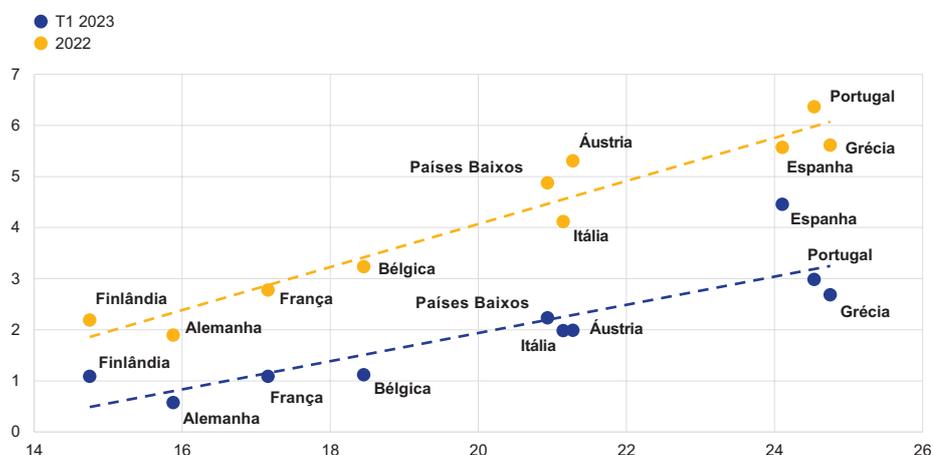
a) Dimensão do setor dos serviços com uma grande componente de contacto e crescimento do valor acrescentado nesses serviços

(eixo horizontal: percentagem média do valor acrescentado dos serviços com uma grande componente de contacto no valor acrescentado total em 2022; eixo vertical: crescimento do valor acrescentado em termos homólogos dos serviços com uma grande componente de contacto)



b) Dimensão do setor dos serviços com uma grande componente de contacto e crescimento do valor acrescentado total

(eixo horizontal: percentagem média do valor acrescentado dos serviços com uma grande componente de contacto no valor acrescentado total em 2022; eixo vertical: crescimento do valor acrescentado total em termos homólogos)



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O gráfico mostra os dez maiores países da área do euro (excluindo a Irlanda) – cujo controlo é importante, uma vez que os seus resultados são significativos para o conjunto da área do euro – em linha com o cálculo da dispersão do crescimento do valor acrescentado (gráfico A). As linhas a tracejado mostram as linhas de tendência linear. As taxas de crescimento homólogas relativas a 2022 referem-se a médias anuais das taxas de crescimento homólogas trimestrais em 2022.

Um modelo empírico mostra que alterações inesperadas nas restrições à mobilidade afetam de forma desproporcionada os serviços com uma grande componente de contacto em comparação com a indústria transformadora.

Um modelo estimado de vetores autorregressivos bayesiano quantifica o impacto da reabertura da economia no crescimento do valor acrescentado da indústria transformadora e dos serviços com uma grande componente de contacto, com base em dados da área do euro entre o primeiro trimestre de 1999 e o primeiro trimestre de 2023. O modelo utiliza o índice compósito de mobilidade da Google (*Google Mobility Index – GMI*) para medir o impacto dos encerramentos relacionados com a pandemia e a subsequente reabertura da economia através de alterações voluntárias e involuntárias na mobilidade das pessoas. O modelo compreende este índice juntamente com o *Global Supply Chain Pressure Index* (um indicador da procura externa na área do euro) do Federal Reserve Bank of New York, os preços dos produtos energéticos, o valor acrescentado da indústria transformadora, dos serviços com uma grande componente de contacto e de uma combinação de outros setores, o deflator do consumo privado, a taxa de juro e a taxa de câmbio. O modelo identifica restrições relacionadas com a pandemia e subseqüentes choques de reabertura (ou seja, choques pandémicos) no pressuposto de que uma alteração inesperada do GMI tem um impacto imediato na indústria transformadora e nos serviços com uma grande componente de contacto³. Os resultados revelam que uma diminuição inesperada do GMI (ou seja, um choque de restrições relacionado com a pandemia) conduz a uma diminuição substancial da atividade tanto da indústria transformadora como dos serviços com uma grande componente de contacto, com estes a registar uma maior redução. Simetricamente, um aumento inesperado do GMI (ou seja, um choque de reabertura) provoca um aumento mais elevado dos serviços com uma grande componente de contacto do que da indústria transformadora (gráfico C, painel a).

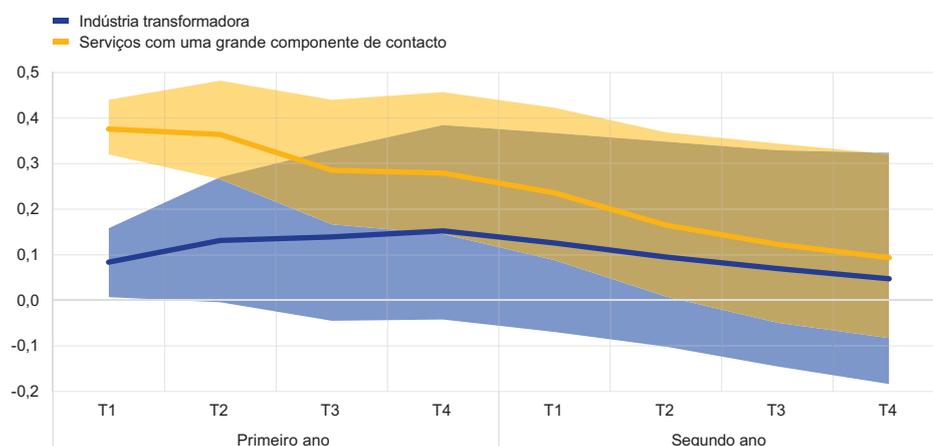
³ Tal é conseguido através de uma decomposição de Cholesky, na qual o GMI é colocado depois das variáveis mundiais e antes das variáveis específicas da área do euro. O modelo inclui quatro desfasamentos para cada variável, com todas as variáveis em logaritmos (exceto o GMI e as taxas de juro) e controlos da volatilidade excepcionalmente elevada dos dados entre o primeiro trimestre de 2020 e o terceiro trimestre de 2020. Ver Lenza, M. e Primiceri, G., [How to estimate a vector autoregression after March 2020](#), *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n.º 4, junho/julho de 2022, pp. 688-699. Relativamente ao *Global Supply Chain Pressure Index*, ver Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J. e Noble, A., [A New Barometer of Global Supply Chain Pressures](#), *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, janeiro de 2022. O GMI está disponível para o período de janeiro de 2020 a outubro de 2022. Pressupõe-se que seja igual a zero para os outros períodos da amostra, implicando, em particular, que não existem restrições à mobilidade após outubro de 2022.

Gráfico C

Valor acrescentado da indústria transformadora e dos serviços com uma grande componente de contacto

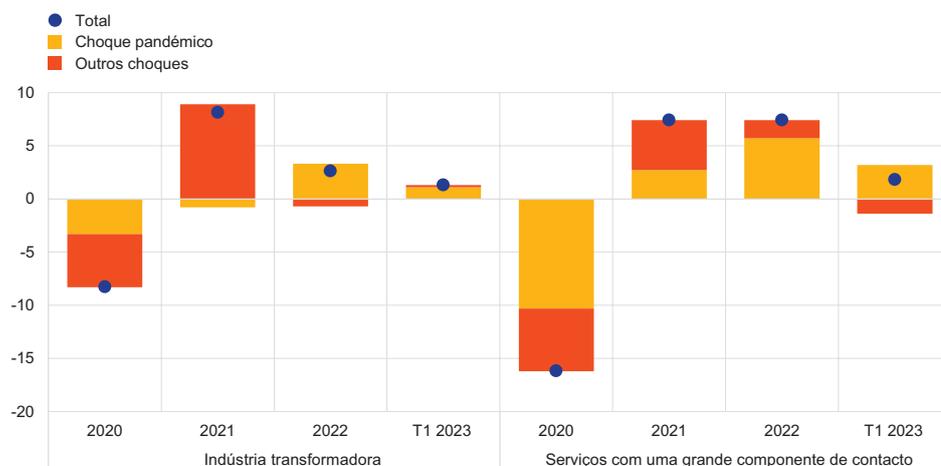
a) Impacto de um aumento inesperado do GMI compósito na atividade da indústria transformadora e dos serviços com uma grande componente de contacto

(percentagens)



b) Fatores impulsionadores estimados do crescimento do valor acrescentado da indústria transformadora e dos serviços com uma grande componente de contacto

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



Fontes: Eurostat, Google, Federal Reserve Bank of New York e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Os resultados baseiam-se num modelo de vetores autorregressivos bayesiano para a área do euro. Os choques pandémicos foram identificados com uma decomposição de Cholesky, no pressuposto de que uma alteração inesperada do GMI compósito tem um impacto imediato na indústria transformadora e nos serviços com uma grande componente de contacto. O painel a) mostra os efeitos de um aumento inesperado do GMI (ou seja, um choque de reabertura). Os efeitos de uma descida inesperada do GMI (ou seja, um choque de restrições relacionadas com a pandemia) são simétricos a este. As áreas a sombreado no painel a) referem-se aos intervalos de confiança de 90%. No painel b), não é apresentado o contributo estimado do termo constante (ou seja, o crescimento tendencial). Além disso, as taxas de crescimento homólogas para 2020, 2021 e 2022 referem-se a médias anuais das taxas de crescimento homólogas trimestrais. Todas as taxas de crescimento são calculadas em logaritmos.

Os efeitos de reabertura continuaram a ser um importante fator impulsionador do diferencial de crescimento entre a indústria transformadora e os serviços com uma grande componente de contacto no primeiro trimestre de 2023, mas enfraqueceram, de um modo geral, comparativamente a 2022. A

decomposição baseada em modelos do crescimento do valor acrescentado da indústria transformadora e dos serviços com uma grande componente de contacto sugere que as diferenças intersectoriais no impacto dos choques pandémicos têm desempenhado um papel importante nas diferenças de desempenho setorial desde 2020, com o encerramento e a subsequente reabertura da economia a ter um maior impacto nos serviços com uma grande componente de contacto (gráfico C, painel b). No início de 2023, ainda subsistiam efeitos de reabertura, embora com menores impulsos de crescimento tanto para a indústria transformadora como para os serviços com uma grande componente de contacto em comparação com 2022. Ao mesmo tempo, outros choques começaram a propagar-se a serviços com uma grande componente de contacto, com um menor efeito no crescimento da indústria transformadora. Esta última evolução é coerente com a atenuação das restrições do lado da oferta; contudo, estas poderão ter sido compensadas por uma menor procura mundial e interna, bem como por condições de financiamento mais restritivas na área do euro⁴.

No decurso de 2023, os efeitos da reabertura da economia deverão continuar a desvanecer-se e outros fatores deverão tornar-se mais proeminentes. Devido ao desvanecimento gradual dos efeitos de reabertura, bem como à propagação em toda a economia de outras forças, tais como condições de financiamento mais restritivas, é provável que o dinamismo na indústria transformadora e nos serviços com uma grande componente de contacto registe um novo enfraquecimento num futuro próximo, conduzindo a uma diminuição da dispersão do crescimento dos vários setores. A diminuição do ímpeto de crescimento dos serviços com uma grande componente de contacto deverá também conduzir a uma menor dispersão do crescimento do valor acrescentado dos serviços com uma grande componente de contacto, bem como da atividade económica global, nos vários países. De um modo geral, esta menor dispersão do crescimento nos vários setores e países reflete perspetivas de curto prazo mais fracas para a atividade económica, tal como refletido nas projeções macroeconómicas de setembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE.

⁴ Em contrapartida, outros choques explicam a resiliência mais pronunciada e a recuperação mais célere da indústria transformadora após o início da pandemia, o que está em consonância com a recuperação rápida e forte da procura mundial de bens da indústria transformadora. Contudo, tal não se repercutiu totalmente na atividade da indústria transformadora devido a perturbações nas cadeias de abastecimento e, mais tarde, ao impacto da crise energética. Embora a mudança da procura mundial de serviços no sentido de bens esteja relacionada com a pandemia, essa mudança não é captada pelos choques pandémicos identificados propriamente ditos, uma vez que estes choques medem alterações inesperadas na mobilidade das pessoas e não captam necessariamente alterações inesperadas nas suas preferências de consumo. No entanto, a resposta mais fraca da indústria transformadora em relação aos serviços com uma grande componente de contacto devido a uma alteração inesperada na mobilidade pode, em certa medida, estar relacionada com uma reafetação do consumo de serviços para o consumo de bens por parte das pessoas, o que explica, em parte, o impacto mais fraco do choque sobre a mobilidade na indústria transformadora em relação ao valor acrescentado dos serviços com uma grande componente de contacto.

3 A população ativa da área do euro: evolução recente e fatores impulsionadores

Por Agostino Consolo, António Dias da Silva, Catalina Martínez Hernández e Marco Weißler

Uma evolução recente assinalável no mercado de trabalho da área do euro foi a forte recuperação da população ativa. Em particular, no último ano e meio, a principal fonte de crescimento do emprego foi a grande entrada de indivíduos na população ativa, e não uma diminuição acentuada do número de desempregados. A presente caixa apresenta uma panorâmica geral da evolução recente da população ativa da área do euro utilizando dados do Eurostat e do inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores (*Consumer Expectations Survey* – CES). Analisa também os fatores impulsionadores da população ativa da área do euro usando um modelo de vetores autorregressivos bayesiano de frequência mista (*mixed-frequency Bayesian vector autoregression* – MF-BVAR) para distinguir os fatores de repulsão e atração subjacentes às dinâmicas da população ativa¹.

A população ativa está agora acima do nível anterior à pandemia, atingido no final de 2022. Mais recentemente, regressou à sua tendência de longo prazo anterior à pandemia (gráfico A) devido, especialmente, ao contributo dos trabalhadores estrangeiros². A diferença entre as tendências de curto e longo prazo anteriores à pandemia capta a variação no crescimento da população, que tem vindo a desacelerar acentuadamente desde 2008. Em junho de 2023, a população ativa, inferida a partir de dados mensais sobre o desemprego, situava-se 3,8 milhões acima do seu valor em janeiro de 2020. Dados trimestrais pormenorizados provenientes do Inquérito às Forças de Trabalho da UE (*EU Labour Force Survey* – LFS) mostram que os trabalhadores migrantes, particularmente oriundos de países não pertencentes à UE, desempenharam um papel importante na dinâmica da população ativa durante a pandemia de COVID-19. Na primeira fase da pandemia, do quarto trimestre de 2019 ao quarto trimestre de 2020, a população ativa estrangeira diminuiu proporcionalmente mais (2,0%) do que o total da população ativa (1,2%). Em contraste, do primeiro trimestre de 2021 ao primeiro trimestre de 2023, os trabalhadores estrangeiros representaram 41% do crescimento total da população ativa, aumentando o seu peso de 10,3% para 11,4% durante esse período.

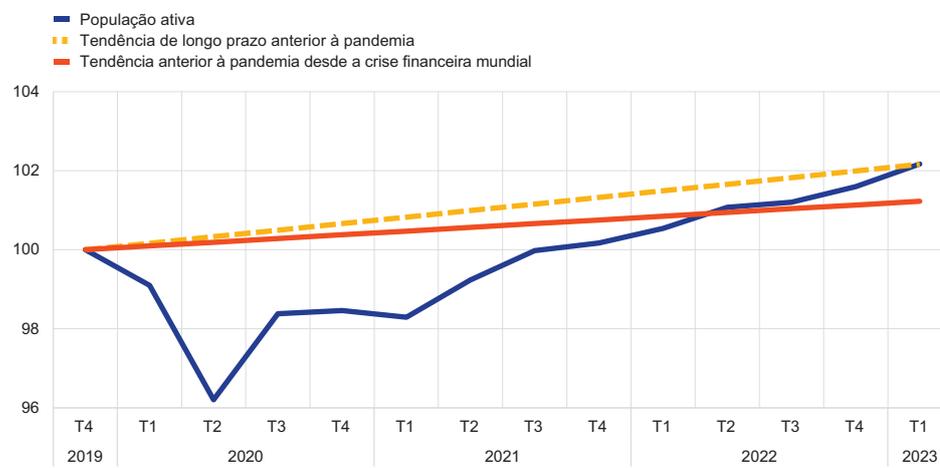
¹ Além da análise da evolução da população ativa, uma análise abrangente das implicações do crescimento do emprego para a restritividade do mercado de trabalho e o crescimento dos salários deve ter em consideração as dimensões setoriais do mercado de trabalho e o contributo da média de horas trabalhadas (margem intensiva). Ver, por exemplo, [More jobs but fewer working hours](#), *Blogue do BCE*, 7 de junho de 2023, sobre as diferenças entre o emprego e total de horas trabalhadas e o papel importante que a média de horas trabalhadas desempenhou durante a pandemia e a crise energética. Ver também [O papel do emprego público durante a crise da COVID-19](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2022.

² O aumento da população ativa da área do euro não foi homogéneo entre grupos sociodemográficos. Por exemplo, as taxas de participação dos trabalhadores pouco qualificados e dos trabalhadores na faixa etária de forte atividade recuperaram menos desde o início da pandemia (ver o gráfico 9 do artigo [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2020).

Gráfico A

População ativa da área do euro e tendências lineares anteriores à pandemia

(Índice: T4 2019 = 100)



Fontes: Eurostat, base de dados do modelo para toda a área do euro do BCE e cálculos dos autores.

Notas: A tendência de longo prazo anterior à pandemia abrange o período de 1995-2019, enquanto a tendência anterior à pandemia desde a crise financeira mundial abrange o período de 2009-2019. A última observação refere-se ao primeiro trimestre de 2023.

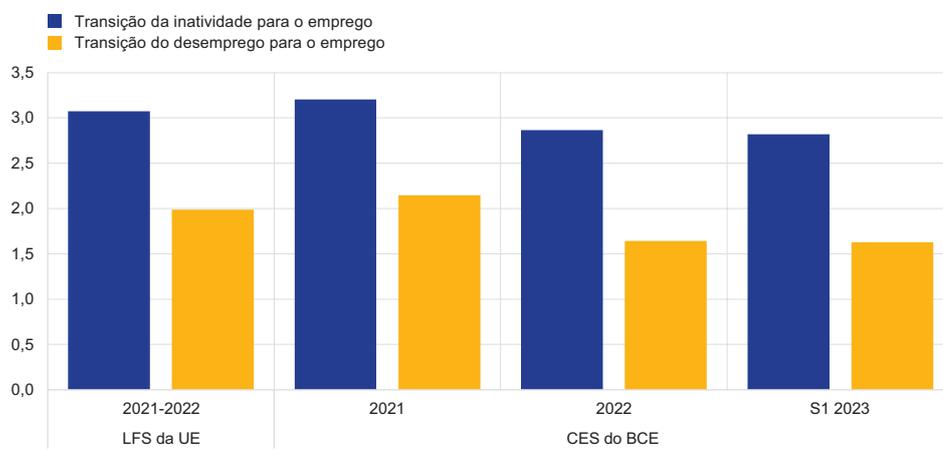
Nos últimos anos, uma percentagem cada vez maior de trabalhadores recém-empregados da área do euro estava previamente inativa. As transições da inatividade para o emprego (transições I-E) foram o principal fator impulsionador do crescimento do emprego. De acordo com dados do CES, as transições do desemprego para o emprego (transições D-E) representaram 1,6% do emprego total, enquanto as transições I-E representaram 2,8% (gráfico B). Isto significa que apenas cerca de 37% dos trabalhadores recém-empregados no primeiro semestre de 2023 estavam desempregados no trimestre anterior. Tal está de acordo com os dados do Eurostat, que mostram que as transições I-E corresponderam a 60% dos trabalhadores recém-empregados em 2022, contrastando com o período de 2011-2019, em que as transições D-E correspondiam a 51% dos trabalhadores recém-empregados³.

³ Tendo em consideração a composição por país nas transições no mercado de trabalho do LFS, as transições I-E aumentaram de 49% no período de 2011-2019 para 55% no período de 2021-2022. O aumento das transições I-E relativamente às transições D-E pode também refletir uma taxa de desemprego mais baixa no período mais recente. No período de 2011-2019, a taxa de desemprego média foi de 10,2%, comparando com 7,3% no período de 2021-2022.

Gráfico B

Transições para o emprego

(peso em percentagem do emprego)



Fontes: LFS da UE e CES do BCE.

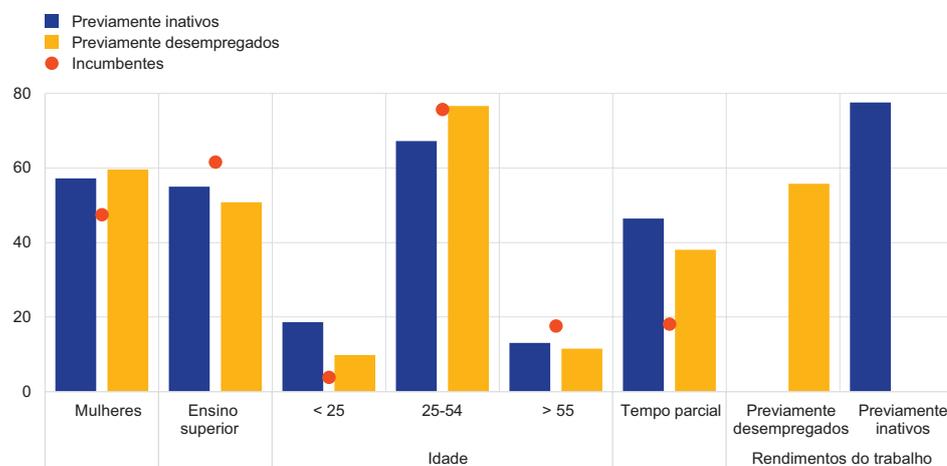
Nota: As últimas observações referem-se a abril de 2023.

De acordo com o CES do BCE, as características dos trabalhadores recém-empregados e dos incumbentes diferem, incluindo os seus rendimentos do trabalho. Em média, os trabalhadores recém-empregados são mais jovens e têm um nível de escolaridade inferior aos incumbentes (trabalhadores empregados antes das novas transições). Há também uma probabilidade maior de serem mulheres, trabalharem em regime de tempo parcial e terem níveis mais baixos de rendimentos do trabalho (gráfico C). As pessoas desempregadas que são posteriormente contratadas auferem cerca de 55% dos rendimentos do trabalho dos incumbentes, enquanto as pessoas que fizeram a transição direta da inatividade para o emprego têm um nível médio de rendimentos do trabalho de aproximadamente 80% do auferido pelos incumbentes. Características individuais e do posto de trabalho só explicam parte das diferenças observadas nos rendimentos do trabalho. No entanto, é provável que sejam reduzidos os efeitos de composição no crescimento geral dos salários induzidos pelas diferenças nos rendimentos do trabalho entre os trabalhadores recém-empregados que transitaram da inatividade e os que transitaram do desemprego.

Gráfico C

Caraterísticas dos trabalhadores recém-empregados

(peso em percentagem do emprego, percentagens)



Fonte: CES do BCE.

Notas: As colunas da direita mostram os rendimentos do trabalho dos trabalhadores recém-empregados em relação aos dos incumbentes. As últimas observações referem-se a abril de 2023.

A maior participação de trabalhadores previamente inativos pode atenuar a restritividade no mercado de trabalho.

Pode também contribuir para moderar o crescimento dos salários, consoante os vários fatores impulsionadores da população ativa. Se as variações nas taxas de entrada forem impulsionadas por um choque positivo do lado da procura (por exemplo, maior procura de trabalhadores altamente qualificados), deverá também observar-se uma pressão em sentido ascendente sobre os salários dos incumbentes, mas se estas variações forem impulsionadas por um choque positivo do lado da oferta (por exemplo, o afluxo de migrantes), as pessoas que entram para a população ativa podem ajudar a restringir as reivindicações salariais dos incumbentes.

Utilizamos um modelo estimado para a área do euro para quantificar os principais fatores impulsionadores da população ativa e a sua importância relativa sobre o ciclo⁴.

Pretende-se, com este modelo, identificar os efeitos dos fatores subjacentes resultantes da tecnologia e das condições de procura agregada, assim como outros fatores impulsionadores, como a demografia, esforços de procura de emprego ou o número de horas trabalhadas (oferta de mão de obra), o desajustamento entre a procura e oferta de mão de obra e o poder negocial dos trabalhadores, refletindo, por exemplo, ajustamentos dos salários mínimos.

O modelo mostra que ambas as condições da procura e da oferta agregadas foram importantes fatores impulsionadores desde a pandemia.

Cada barra do gráfico D representa o contributo individual dos choques estruturais em desvios das componentes determinísticas estimadas no período compreendido entre o primeiro

⁴ Com base em Consolo, A., Foroni, C. e Martínez Hernández, C., "A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 85, n.º 5, outubro de 2023, pp. 1048-1082. O modelo empírico é um MF-BVAR estimado usando informação sobre inflação, produção industrial, salários, desemprego, ofertas de emprego e população ativa. O modelo é uma representação empírica de um modelo de equilíbrio geral no qual ambos os choques agregado e específico do mercado de trabalho determinam a dinâmica da população ativa.

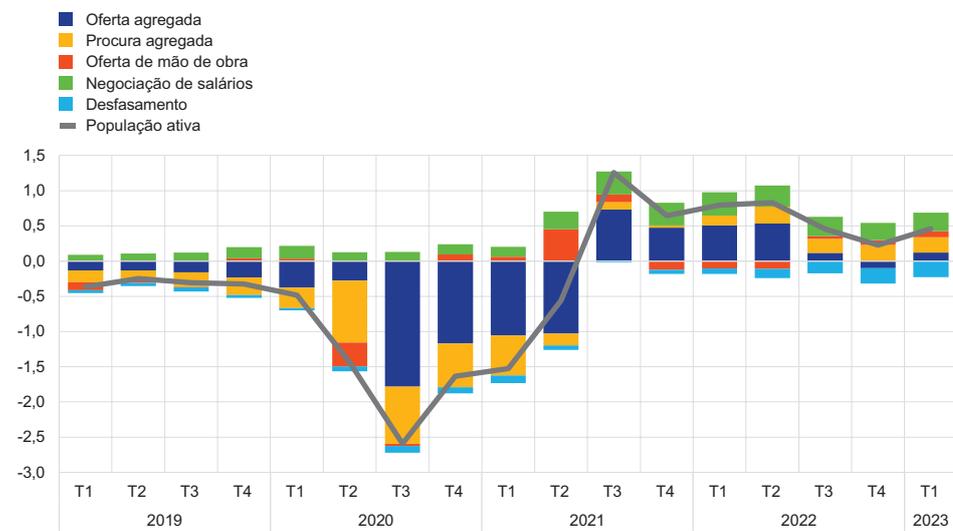
trimestre de 1998 e o primeiro trimestre de 2023. As condições da oferta agregada (barras azuis) e da procura agregada (barras amarelas) são maioritariamente responsáveis pela descida da população ativa durante a pandemia e pela subida durante a recuperação pós-pandemia. Estes fatores impulsionadores consideram mudanças tecnológicas, restrições à mobilidade relacionadas com a pandemia, variações na procura agregada e alterações setoriais assimétricas.

Além deste aspeto, os choques específicos do mercado de trabalho deram um novo impulso à população ativa. É provável que o aumento do poder negocial dos trabalhadores (barras verdes) esteja associado i) à subida generalizada dos salários mínimos, que ajudou a incentivar os trabalhadores marginais a regressar à população ativa, ii) à diminuição da imigração durante os anos da pandemia de COVID-19 e iii) à crescente escassez de mão de obra. A melhoria na oferta de mão de obra (barras vermelhas), por seu lado, encontra-se provavelmente associada à mais recente recuperação nos fluxos de imigração. Ainda assim, desajustamentos entre a procura e a oferta de qualificações específicas de determinados setores continuam a ser um entrave para a população ativa, como captado pelo contributo negativo cada vez maior do choque de desfasamento (barras turquesa).

Gráfico D

Determinantes no modelo da população ativa

(percentagens; contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos dos autores.

Notas: Ver a nota de rodapé 4 para mais informações sobre o modelo. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2023.

Em conclusão, o forte aumento da população ativa tem implicações importantes para a compreensão da dinâmica e da posição cíclica do mercado de trabalho. Primeiro, havendo mais pessoas dispostas a trabalhar além das que se encontram desempregadas, uma medida cíclica da margem disponível no mercado de trabalho deverá ter em conta o peso cada vez maior das transições da inatividade para o emprego. Segundo, todos os outros fatores permanecendo constantes, é provável que o aumento da oferta de mão de obra mitigue a pressão sobre os salários.

Para os consumidores, qual é o principal fator impulsionador da recente inflação?

Por Dimitris Georgarakos, Omiros Kouvavas, Aidan Meyler e Pedro Neves

A percepção dos consumidores relativamente aos fatores que impulsionam a inflação pode ser um determinante importante do seu comportamento económico e das suas expetativas de inflação. De um modo geral, convicções individuais ditadas pelas narrativas prevalecentes têm impacto tanto no comportamento como nas expetativas¹. Uma dessas narrativas que pode ter impacto no comportamento económico assenta nas convicções acerca das fontes da inflação. A questão de saber quais são os principais fatores subjacentes à subida dos preços tornou-se mais premente nos últimos tempos². Esta questão é relevante, pois pode afetar as expetativas dos consumidores quanto à inflação futura e influenciar o seu comportamento³. Neste contexto, em junho de 2023, o inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores (*Consumer Expectations Survey – CES*) continha perguntas acerca do que os consumidores consideravam ser o principal fator subjacente às variações do nível geral dos preços dos bens e serviços no seu país nos 12 meses precedentes⁴. Os inquiridos tinham três opções de resposta, que refletiam os três fatores contabilísticos mais importantes passíveis de influenciar os preços das empresas (lucros, salários e outros custos dos fatores de produção)⁵.

¹ Para saber como as narrativas ditam acontecimentos e comportamentos, ver, por exemplo, Shiller, R. J., *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*, Princeton University Press, 2019.

² Ver Lagarde, C., “Quebrar a persistência da inflação”, discurso de 27 de junho de 2023, proferido no Fórum do BCE sobre Banca Central de 2023 dedicado ao tema “Estabilização macroeconómica num contexto de inflação volátil”, em Sintra, Portugal; Bernanke, B. e Blanchard, C., “What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?”, comunicação elaborada para a conferência “The Fed: Lessons learned from the past three years”, no Hutchins Centre on Fiscal & Monetary Policy na Hutchins Institution, em 23 de maio de 2023; Hansen, N.-J., Toscani, F. e Zhou, J., “Europe’s Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains”, *Blogue do FMI*, Fundo Monetário Internacional, 26 de junho de 2023.

³ Se, por exemplo, os consumidores considerarem que a inflação se deve a custos mais elevados dos fatores de produção (por exemplo, preços dos produtos energéticos e das matérias-primas), terão provavelmente uma visão mais transitória da inflação. Tal pode levar as expetativas de inflação a convergir mais rapidamente para o objetivo. Simultaneamente, se considerarem que os salários ou os lucros são o principal fator impulsionador da inflação, tal poderá implicar expetativas quanto à inflação futura mais persistentes e desancoradas. Além disso, quando os consumidores têm a percepção de que os preços elevados se devem aos custos dos fatores de produção para as empresas, poderão estar mais dispostos a pagar preços mais elevados do que quando consideram que os lucros das empresas são o principal fator.

⁴ A pergunta era: “Qual considera que foi o principal fator subjacente à variação do nível geral dos preços dos bens e serviços nos últimos 12 meses”. As opções de resposta eram: “1. Os lucros das empresas”, “2. Os custos salariais das empresas”, “3. Os custos das empresas relacionados com outros fatores de produção (por exemplo, custos com produtos energéticos, matérias-primas ou outros custos empresariais)”. A amostra incluiu as seis maiores economias da área do euro (Bélgica, Alemanha, Espanha, França, Itália e Países Baixos) e consiste em 10 308 respostas em todos os países (Bélgica: 845, Alemanha: 1797, Espanha: 2268, França: 2264, Itália: 2267, Países Baixos: 867).

⁵ Devido à possibilidade de efeitos relacionados com a ordem das opções, que poderia levar os inquiridos a favorecer a primeira ou a última opção, a ordem das opções foi aleatória para os mais de 10 000 inquiridos. Embora a ordem das opções tenha tido um impacto estatisticamente significativo nas respostas, o seu impacto foi pequeno em termos económicos e insignificativo nas médias agregadas ou nas classificações das três opções.

A maioria dos consumidores considera que as variações de preços foram principalmente impulsionadas pelos custos dos fatores de produção, tendo os lucros das empresas ficado em segundo lugar como fator mais importante e os salários em terceiro. O painel a) do gráfico A mostra a distribuição das respostas. Os outros custos (não salariais) dos fatores de produção, que incluem energia e fatores de produção intermédios, foram indicados por uma clara maioria dos inquiridos (cerca de 65%). Como fator explicativo, surgem em segundo lugar os lucros das empresas, tendo cerca de 25% dos inquiridos selecionado esta opção, e os salários em terceiro lugar, tendo sido selecionados por 8% dos inquiridos. A classificação relativa das opções foi consistente nos vários países e em todas as possíveis desagregações demográficas⁶.

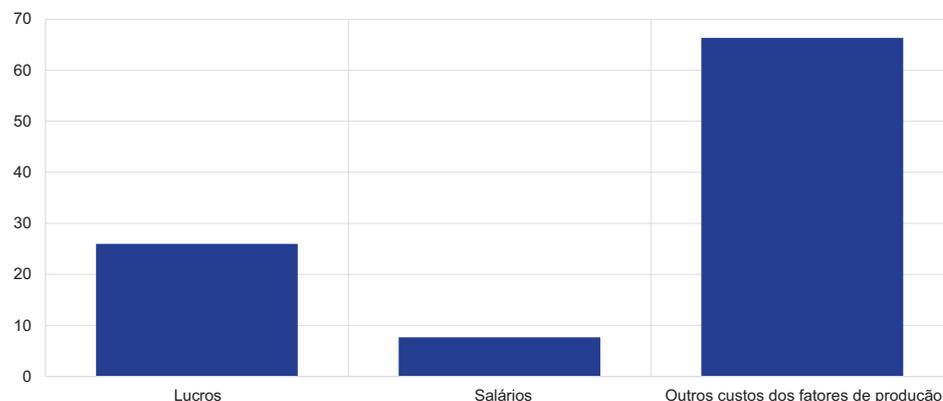
⁶ A classificação relativa das opções mantém-se inalterada para cada desagregação possível. Apesar de algumas diferenças de magnitude entre demografias, estas não alteram as classificações.

Gráfico A

Perceção dos principais fatores impulsionadores da inflação

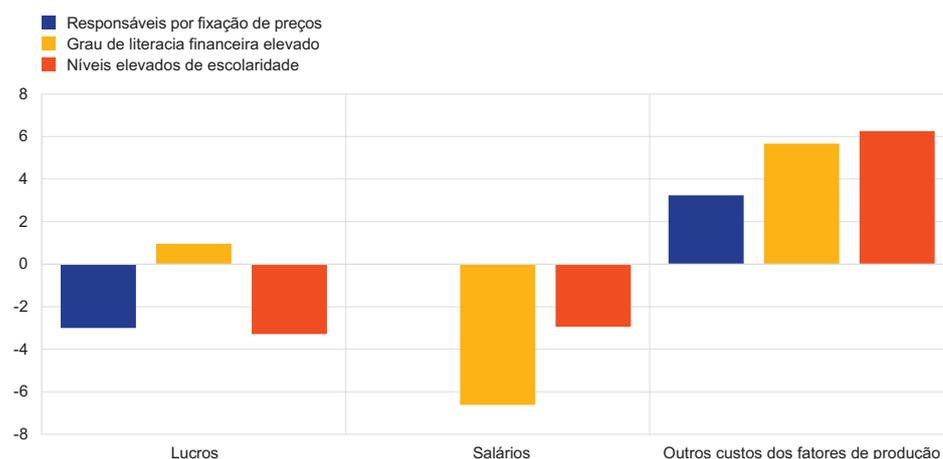
a) No conjunto

(percentagens de consumidores)



b) Desagregação por grupo selecionado de inquiridos

(pontos percentuais; diferença na quota de respostas)



Fonte: BCE (inquérito sobre as expectativas dos consumidores).

Notas: Painel a): estimativas ponderadas. Quota de inquiridos que escolheram cada opção. Painel b): estimativas ponderadas. Diferenças na quota de cada opção por grupo. O grau de literacia financeira elevado é comparado com um grau de literacia financeira não elevado (ou seja, notações inferiores a 4 numa escala de 1 a 5). São considerados níveis elevados de escolaridade licenciaturas ou graus superiores e as respostas são comparadas com todas as outras. Os responsáveis por fixação de preços são um subconjunto de inquiridos que indicaram ter responsabilidades de gestão específicas em matéria de fixação de preços e, em particular, de contratos.

O conhecimento das estratégias de fixação de preços das empresas, bem como níveis mais elevados de literacia financeira e de escolaridade estão associados à indicação mais frequente de outros custos dos fatores de produção como principal fator impulsionador. O painel b) do gráfico A

mostra como os resultados variam para características específicas dos inquiridos. Os inquiridos em cargos de gestão com responsabilidades explícitas em matéria de contratos e fixação de preços (ou seja, que têm conhecimento das estratégias de fixação de preços) tendem a responder com mais frequência do que os restantes inquiridos que os outros fatores de produção eram o principal fator⁷. Verifica-se

⁷ Os inquiridos com responsabilidades de gestão (seja de fixação de preços ou de salários) representam cerca de 14,5% da amostra emparelhada. Mais pormenorizadamente, os inquiridos em posições de gestão com responsabilidades em matéria de contratos e de fixação de preços representam 11,7% (N=1065) do total da amostra emparelhada, enquanto os inquiridos com responsabilidades em matéria de fixação de salários representam 6,4% (N=582) da amostra emparelhada.

um panorama semelhante quando se analisa os inquiridos com níveis elevados de literacia financeira ou de escolaridade.

Não obstante os salários terem ficado em terceiro lugar (ou seja, o mais baixo) para todos os países, existe uma correlação entre as convicções específicas a um país e a evolução salarial nesse país. Apesar de os salários ocuparem o

lugar mais baixo em todos os países, existem algumas diferenças entre os países. Menos de 6% dos inquiridos em Espanha e Itália indicaram os salários como o principal fator, ao passo que, na Bélgica e nos Países Baixos, foram mais de 10%. O painel a) do gráfico B mostra as respostas por país, a par dos valores observados para o crescimento dos salários negociados. A Bélgica e os Países Baixos, que apresentam um maior crescimento percentual dos salários efetivos, apresentam também o maior número de inquiridos que indicaram os salários como principal fator impulsionador da inflação.

Os inquiridos com responsabilidades em matéria de fixação de salários tendem mais a selecionar os salários como o principal fator impulsionador.

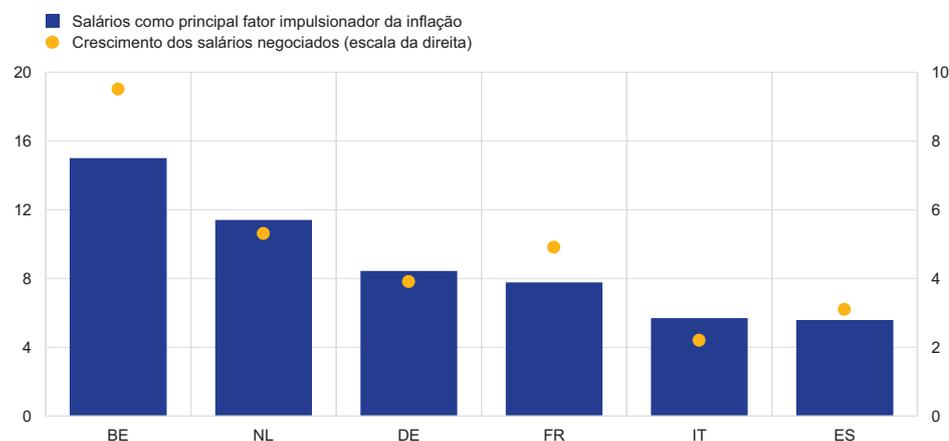
O painel b) do gráfico B classifica a opção referente aos salários por grupo. Os inquiridos que desempenham um papel ativo na fixação de salários são, de facto, mais suscetíveis de escolher esta opção. Tal poderá refletir uma maior consciencialização da importância dos salários nas estruturas de custos das empresas, em comparação com os consumidores que apenas observam os seus rendimentos pessoais. Mais especificamente, os gestores com responsabilidade na fixação de salários e os inquiridos classificados como trabalhadores por conta própria com empregados são mais suscetíveis de indicar os salários como principal fator impulsionador. Em contraste, os trabalhadores por conta de outrem e os trabalhadores por conta própria sem empregados tendem a apontar com menor frequência os salários como principal fator impulsionador.

Gráfico B

Perceção dos salários como principal fator impulsionador da inflação

a) Desagregação por país

(percentagem de inquiridos; variação anual em percentagem)



b) Desagregação por grupo selecionado de inquiridos

(percentagem de inquiridos)



Fonte: BCE (inquérito sobre as expectativas dos consumidores).

Notas: Painel a): estimativas ponderadas. "Crescimento dos salários negociados" refere-se à taxa de crescimento homóloga dos salários negociados no primeiro trimestre de 2023, incluindo pagamentos pontuais. Painel b): estimativas ponderadas. Percentagem de inquiridos em cada grupo que escolheram os salários como o principal fator impulsionador da inflação. Os trabalhadores por conta própria são divididos em trabalhadores por conta própria com e sem empregados. Os gestores que determinam salários são um subconjunto dos inquiridos que indicam especificamente que têm responsabilidades em matéria de fixação de salários.

Os inquiridos que indicam que os outros custos dos fatores de produção são o principal fator impulsionador esperam que a inflação seja menos persistente.

Concretamente, tendem a ter expectativas de inflação a médio prazo mais baixas e é menor a transmissão das expectativas de curto prazo às expectativas de médio prazo. O quadro A quantifica a correlação entre as respostas e as expectativas de inflação a médio prazo (controlando níveis de escolaridade, literacia financeira, efeitos fixos por país e em termos de tempo)⁸. Os resultados sugerem que a explicação dos custos dos fatores de produção está associada a um

⁸ Controlamos algumas outras variáveis passíveis de afetar as expectativas de inflação, a fim de tentar identificar o efeito puro da convicção relativamente ao que impulsiona a inflação, e não possíveis fatores suscetíveis de causar confusão, como o nível de escolaridade ou a literacia financeira.

nível mais baixo de expectativas de médio prazo, com uma média de 0,46 pontos percentuais, em comparação com um grupo de base de inquiridos que indicam os lucros como o principal fator. Além disso, analisando a transmissão das expectativas de curto prazo às expectativas de médio prazo, o impacto condicional dos inquiridos que respondem “outros custos dos fatores de produção” reflete uma taxa de transmissão de 32%, em comparação com uma taxa de transmissão incondicional de 60%⁹. Por último, a probabilidade esperada de o BCE manter a estabilidade de preços é entre 3,5 e 3,6 pontos percentuais mais elevada para os inquiridos que respondem “outros custos dos fatores de produção” do que para os que indicam as outras duas opções. Esta associação positiva é mais forte do que a associação com o nível de escolaridade, a literacia financeira ou os rendimentos.

Quadro A

Expectativas de inflação e fatores impulsionadores da inflação

Modelo	Principais fatores impulsionadores da inflação		Grau de literacia financeira		Nível de escolaridade		Expectativas de inflação/ 1 ano	Interação com os salários das expectativas de inflação/ 1 ano	Interação com outros custos dos fatores de produção das expectativas de inflação/ 1 ano	Controlos por país	Efeitos fixos em termos de tempo
	Salários	Outros custos dos fatores de produção	Médio	Elevado	Médio	Elevado					
Variável dependente:											
Expectativas de inflação com uma antecedência de 3 anos	-0,2	-0,46**	-0,82***	-1,87**	-0,69**	-1,13**				Sim	Sim
	-0,156	-0,09	-0,122	-0,112	-0,134	-0,125					
Expectativas de inflação com uma antecedência de 3 anos	0,45	-0,31**	-0,43**	-0,91**	-0,59*	-0,89**	0,60**	0	0,03**	Sim	Sim
	-0,142	-0,086	-0,096	-0,088	-0,106	-0,099	-0,005	-0,01	-0,006		
Probabilidade de o objetivo ser atingido dentro de 3 anos		3,60**	1,51**	3,60**	-0,71	1,27**				Sim	Sim
		-0,42	-0,63	-0,58	-0,69	-0,66					
Probabilidade de o objetivo ser atingido dentro de 3 anos		3,48**	1,52**	3,33**	-0,78	1,13**	-0,37**			Sim	Sim
		-0,42	-0,68	-0,58	-0,68	-0,65	-0,02				

Fonte: BCE (inquérito sobre as expectativas dos consumidores).

Notas: Estimativas ponderadas. A amostra capta a maioria dos inquiridos que respondem à pergunta sobre os fatores impulsionadores da inflação (cerca de 9500), excluindo apenas algumas observações que não foram objeto de emparelhamento. As categorias são apresentadas em relação à categoria de base, que corresponde a “lucros” para as respostas e a “baixo” para o grau de literacia financeira e nível de escolaridade. O grau de literacia financeira é definido como: baixo = notação de 1 a 2, médio = 3, elevado = 4 a 5. O nível de escolaridade é definido como: baixo = até ao fim do ensino básico (3.º ciclo); médio = ensino secundário até universidade; elevado = ensino superior.

* Denota significância num nível de 10%. ** Denota significância num nível de 5%. *** Denota significância num nível de 1%.

A escolha de “outros custos dos fatores de produção” como principal fator impulsionador da inflação está correlacionada com a convicção dos consumidores de que o BCE conseguirá manter a estabilidade de preços dentro de três anos. A opinião de que outros custos dos fatores de produção são o principal fator (e, por conseguinte, a probabilidade de os inquiridos interpretarem os

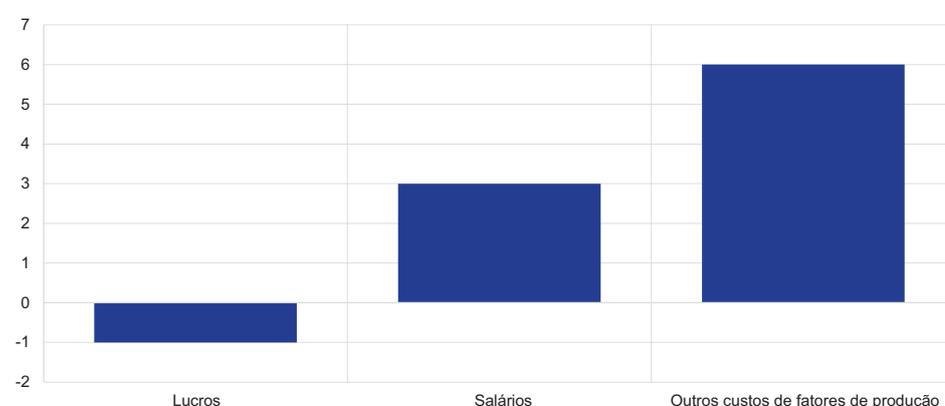
⁹ Para calcular o impacto condicional, adicionamos a transmissão das expectativas com uma antecedência de 1 ano às expectativas com uma antecedência de 3 anos (0,60) com a variável artificial (*dummy*) da resposta 3 (-0,31) e o termo de interação (0,03). O efeito marginal aumenta (0,03) a par do aumento das expectativas com uma antecedência de 1 ano, mas começa num nível significativamente mais baixo (-0,31) para os inquiridos que indicam “outros custos dos fatores de produção” como o principal fator impulsionador.

fatores impulsionadores da inflação como sendo mais transitórios) está fortemente correlacionada com a convicção dos consumidores de que o BCE conseguirá assegurar a estabilidade de preços dentro de três anos¹⁰. O gráfico C mostra que a probabilidade mediana esperada de o BCE manter a estabilidade de preços dentro de três anos é mais elevada quando são indicados “outros custos dos fatores de produção” como explicação. A probabilidade é inferior quando os salários são indicados, sendo a mais baixa quando os lucros são apontados como o principal fator subjacente à inflação.

Gráfico C

Perceção da probabilidade de o BCE manter a estabilidade de preços dentro de três anos e convicções sobre as fontes da inflação

(pontos percentuais)



Fonte: BCE (inquérito sobre as expetativas dos consumidores).

Notas: Estimativas ponderadas. As barras representam a probabilidade mediana por fator menos a probabilidade mediana global. A probabilidade de o BCE manter a estabilidade de preços é calculada com base nas respostas à pergunta: “Na sua opinião, qual é a probabilidade de o Banco Central Europeu (BCE) manter a estabilidade de preços na economia da área do euro nos próximos três anos?” Como resposta, é possível um valor entre 1 e 100.

Em geral, os resultados do inquérito sobre as expetativas dos consumidores sugerem que a percepção dos principais fatores impulsionadores da inflação atual está associada ao modo como os consumidores formam as suas expetativas de inflação a médio prazo.

Embora a maioria dos inquiridos tenha considerado os outros custos dos fatores de produção como o principal fator impulsionador da inflação nos 12 meses até junho de 2023, o facto de os lucros ou os salários serem considerados como um fator impulsionador mais proeminente justifica um acompanhamento atento doravante. Será igualmente útil identificar se tal estaria associado a um potencial impacto em sentido ascendente sobre as expetativas de inflação a médio prazo e à percepção de uma menor probabilidade de o BCE conseguir manter a estabilidade de preços a médio prazo.

¹⁰ A probabilidade mediana incondicional situa-se presentemente em 42%. No entanto, é difícil interpretar este indicador sem uma série temporal mais longa. A análise centra-se, assim, nas diferenças transversais. O indicador subjacente foi concebido no âmbito de um projeto de investigação destinado a analisar a eficácia da comunicação do BCE sobre o reexame da estratégia em 2021; ver Ehrmann, M., Georganakos, D. e Kenny, G., [Credibility gains from communication with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2785, BCE, 2023.

5 As alterações climáticas e o investimento e financiamento verdes das empresas da área do euro – resultados do SAFE

Por Annalisa Ferrando, Johannes Groß e Judit Rariga

A presente caixa analisa de que modo as empresas da área do euro consideram os riscos relacionados com as alterações climáticas, assim como os seus planos de investimento e as necessidades de financiamento a fim de mitigar o impacto das alterações climáticas. Entre 25 de maio e 26 de junho de 2023, o BCE realizou uma ronda-piloto do inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento (*Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE*), que incluiu, pela primeira vez, questões específicas relacionadas com o impacto das alterações climáticas nas empresas da área do euro¹. Concretamente, as empresas foram inquiridas sobre: i) a importância que atribuem às consequências dos riscos físicos e de transição, ii) o seu comportamento de investimento para mitigar os riscos ou reduzir o impacto ambiental negativo das suas atividades económicas, iii) diferentes fontes de financiamento escolhidas para financiar investimentos relacionados com as alterações climáticas, e iv) potenciais impedimentos ao financiamento necessário.

A literatura existente habitualmente agrupa os riscos relacionados com as alterações climáticas, com base nos respetivos fatores impulsionadores, em duas categorias: riscos físicos e riscos de transição (gráfico A). Os riscos físicos resultam do impacto físico das alterações climáticas na economia, incluindo fenómenos meteorológicos extremos e alterações dos padrões climáticos. Os riscos de transição decorrem da aplicação de normas climáticas mais rigorosas, de regulamentação e da fixação de preços do carbono, com vista a promover a transição para uma economia hipocarbónica. Os riscos físicos podem ainda ser subdivididos em riscos físicos agudos – que estão relacionados com catástrofes naturais, como incêndios florestais, tempestades e inundações – e riscos crónicos, que estão relacionados com mudanças a mais longo prazo dos padrões climáticos, em resultado da degradação ambiental e do esgotamento dos recursos naturais².

¹ Esta ronda-piloto do SAFE tinha por objetivo avaliar várias alterações previstas para o inquérito, nomeadamente: i) aumentar a sua frequência, de semestral para trimestral, para proporcionar informação mais atualizada sobre as condições de financiamento das empresas; ii) incluir novas perguntas quantitativas prospetivas sobre variáveis económicas importantes; e iii) permitir novas perguntas *ad hoc*. Os resultados desta ronda-piloto não foram, até à data, publicados no sítio do BCE, estando previsto que o sejam após a conclusão da avaliação da qualidade das respostas. A ronda-piloto do SAFE abrangeu uma amostra mais reduzida de empresas da área do euro do que o inquérito regular. A amostra foi selecionada recorrendo a amostragem aleatória estratificada por país, classes de dimensão e atividade económica, para assegurar que permanecia representativa da população de empresas da área do euro. A dimensão da amostra total foi de 5733 empresas, das quais 5233 (91%) eram pequenas e médias empresas (com menos de 250 funcionários). A ronda-piloto abrangeu empresas na Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslováquia, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Países Baixos e Portugal.

² Ver Banco de Pagamentos Internacionais, [Climate-related risk drivers and their transmission channels](#), abril de 2021, e Rede para a Ecologização do Sistema Financeiro, [Macroeconomic and financial stability: implications of climate change](#), julho de 2019. Ver também Frank Elderson, [The economy and banks need nature to survive](#), *Blogue do BCE*, junho de 2023.

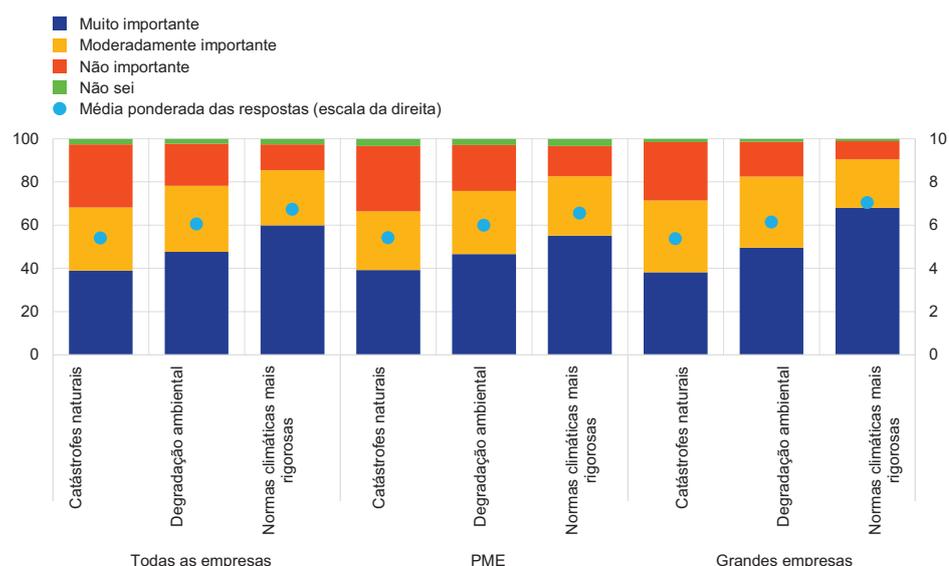
As preocupações quanto às consequências das alterações climáticas ao longo dos próximos cinco anos estão muito generalizadas entre as empresas da área do euro (gráfico A).

No inquérito, 60% das empresas da área do euro indicaram que os riscos de transição relacionados com normas climáticas mais rigorosas são “muito importantes” para elas³. As grandes empresas mostraram-se mais preocupadas com os riscos de transição decorrentes de normas climáticas mais rigorosas, de regulamentação e da fixação dos preços do carbono do que as pequenas e médias empresas (PME). Além disso, 39% das empresas inquiridas indicaram estar muito preocupadas com as catástrofes naturais (notação de 7 e superior, numa escala de 1 a 10), tendo 48% indicado o mesmo nível de preocupação com a degradação ambiental. Este resultado sugere que há mais empresas preocupadas com as consequências da degradação ambiental, mesmo que não considerem a própria atividade vulnerável a catástrofes naturais imediatas.

Gráfico A

Importância das consequências das alterações climáticas para as empresas da área do euro nos próximos cinco anos

(percentagens)



Fontes: SAFE do BCE e da Comissão Europeia.

Notas: Solicitou-se às empresas que indicassem quão importantes são as consequências das alterações climáticas para o seu atual modelo de negócio nos próximos cinco anos, utilizando uma escala de 1 (não importantes) a 10 (extremamente importantes). No gráfico, a escala foi dividida em três categorias: importância reduzida (1-3), moderada (4-6) e elevada (7-10). A notação média é ponderada por classe de dimensão, atividade económica e país, a fim de refletir a estrutura económica da população de empresas subjacente.

³ Foram obtidos resultados semelhantes no inquérito do BCE a empresas líderes sobre o impacto das alterações climáticas na atividade económica e nos preços, realizado no início de 2022. Quando inquiridas sobre o principal impacto das alterações climáticas na sua atividade, cerca de dois terços das empresas inquiridas referiram os riscos associados à transição para uma economia com zero emissões líquidas, tendo metade também referido riscos físicos decorrentes de um clima em mutação. Ver a caixa intitulada [Impacto das alterações climáticas na atividade e nos preços – informações obtidas num inquérito a empresas líderes](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2022.

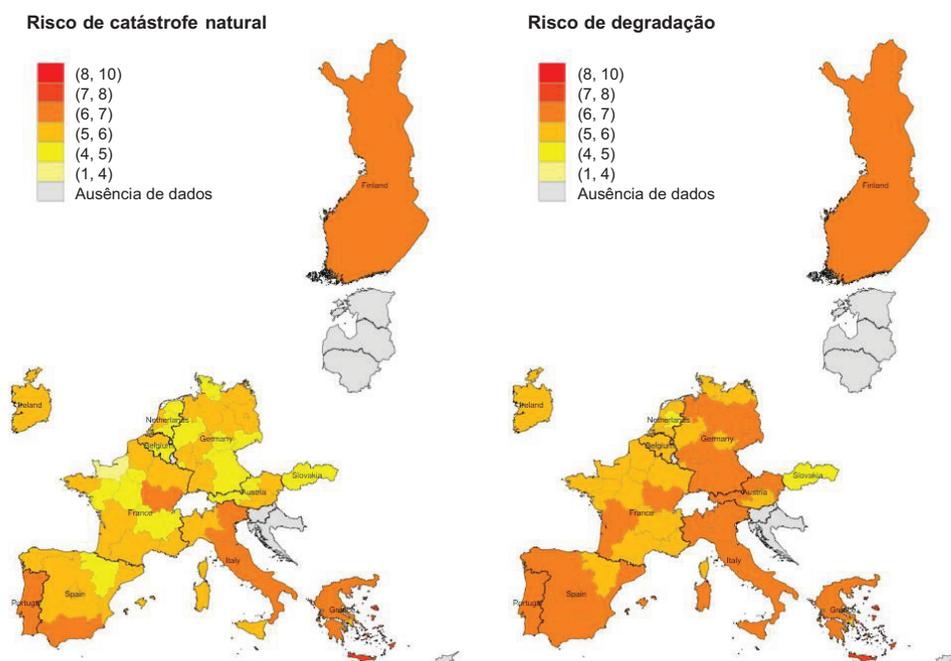
As empresas estão preocupadas com o risco físico decorrente das alterações climáticas, em particular em zonas costeiras e regiões onde a ocorrência de incêndios florestais tem sido maior, enquanto as preocupações com o risco de transição estão mais uniformemente distribuídas pelas várias regiões da área do euro (gráfico B). Uma análise regional da importância que as empresas atribuem às consequências das alterações climáticas revela que as preocupações com catástrofes naturais são mais proeminentes em regiões costeiras ou zonas historicamente vulneráveis a secas, incêndios florestais ou inundações, em particular em países do sul da Europa e nórdicos (gráfico B, painel a), parte esquerda). Em contraste, as preocupações com a degradação ambiental estão concentradas sobretudo nas regiões com maior turismo ou indústria pesada (gráfico B, painel a), parte direita). Por seu lado, o risco de transição não é apenas uma preocupação para mais empresas do que o risco físico, como indica o gráfico A, está também distribuído de forma mais uniforme pelas várias regiões da área do euro (gráfico B, painel b). Como a regulamentação climática é determinada sobretudo a nível nacional ou europeu, o grau de importância que as empresas atribuem ao risco de transição é mais homogéneo em cada país, em comparação com as preocupações com o risco físico, que estão mais concentradas regionalmente.

Gráfico B

Importância das consequências das alterações climáticas nos próximos cinco anos – distribuição geográfica

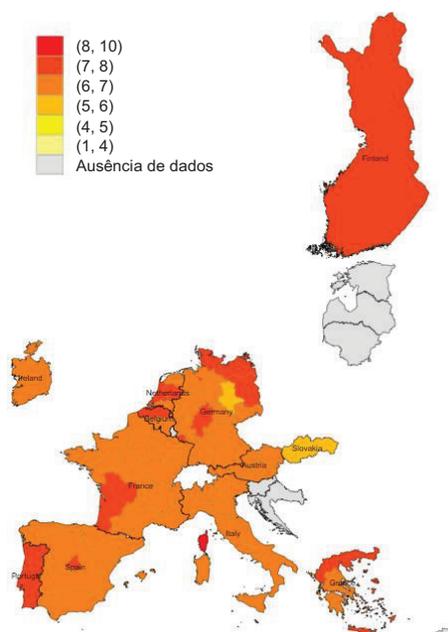
a) Risco físico

(notações médias ponderadas)



b) Risco de transição

(notações médias ponderadas)



Fontes: SAFE do BCE e da Comissão Europeia.

Notas: Os mapas mostram as notações médias ponderadas da importância das consequências das alterações climáticas para as empresas nos próximos cinco anos por principal região socioeconómica, com base no nível 1 da Nomenclatura das Unidades Territoriais Estatísticas (nível NUTS1, classificação de 2016) na área do euro. Solicitou-se às empresas que indicassem quão importantes são as consequências das alterações climáticas (catástrofes naturais, degradação ambiental e normas climáticas mais rigorosas) para o seu atual modelo de negócio nos próximos cinco anos, utilizando uma escala de 1 (não importantes) a 10 (extremamente importantes). As notações médias ponderadas com base no nível NUTS1 são médias das respostas em cada escalão, ponderadas por classe de dimensão, atividade económica e país, a fim de refletir a estrutura económica da população de empresas subjacente.

As preocupações das empresas com os riscos de catástrofes naturais a nível dos países refletem perdas no passado e estão correlacionadas com os riscos futuros esperados (gráfico C). O painel superior do gráfico C mostra uma clara relação positiva entre a notação média ponderada, determinada com base no inquérito, da relevância das catástrofes naturais para a atividade das empresas e o volume de perdas, em termos cumulativos, incorridas no passado, devido a diferentes catástrofes a nível nacional nos últimos 40 anos⁴. No entanto, a correlação é menos forte comparando as notações por país baseadas no inquérito – agrupadas em escalões de risco reduzido, médio e elevado – com uma medida prospetiva, obtida por aproximação das perdas anuais esperadas dos bancos em empréstimos a empresas, devido a catástrofes naturais, num cenário de base climático (gráfico C, painel inferior)⁵. As avaliações de risco mais elevado por parte das empresas estão apenas ligeiramente correlacionadas com perdas esperadas no futuro significativamente mais altas decorrentes das alterações climáticas. Além disso, nos escalões em que as empresas atribuem uma importância elevada ao risco de catástrofes naturais, a distribuição das perdas esperadas é mais ampla. Tal poderá indicar que a evolução futura das alterações climáticas ainda não é totalmente tida em conta nas avaliações do risco realizadas pelas empresas, devido ao grau de incerteza dos cenários climáticos futuros.

⁴ Ver [Natural Catastrophe Database \(CATDAT\)](#) para mais informação relacionada com dados sobre perdas no passado devido às alterações climáticas.

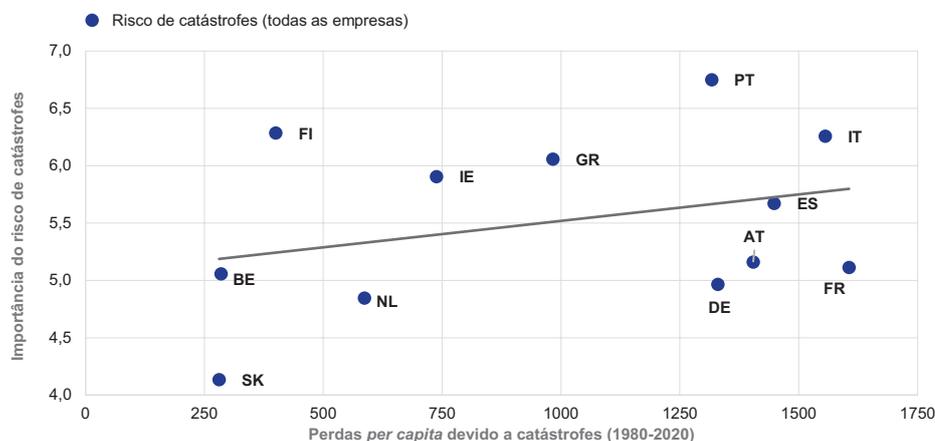
⁵ Com base no cenário de base do Centro Comum de Investigação (*Joint Research Centre – JRC*) da Comissão Europeia (JRC 2017), as perdas anuais esperadas em cada país decorrentes de catástrofes naturais (inundações costeiras e fluviais e tempestades de vento) são aproximadas pela soma das notações de exposição ao risco de cada empresa ponderadas pela quota de empréstimos, dívida e ações face a instituições financeiras. As notações de exposição ao risco de cada empresa indicam a percentagem da carteira anualmente em risco, em termos de total do ativo, estimada utilizando as funções de danos do JRC (Huizinga, De Moel e Szewczyk, 2017). Para mais pormenores sobre os indicadores analíticos relativos aos riscos físicos e sobre a metodologia, ver [ECB Climate-Related Indicators – Analytical indicators on physical risks](#).

Gráfico C

Importância dos riscos de catástrofes naturais nos próximos cinco anos em relação a perdas no passado e perdas esperadas decorrentes do risco de catástrofes

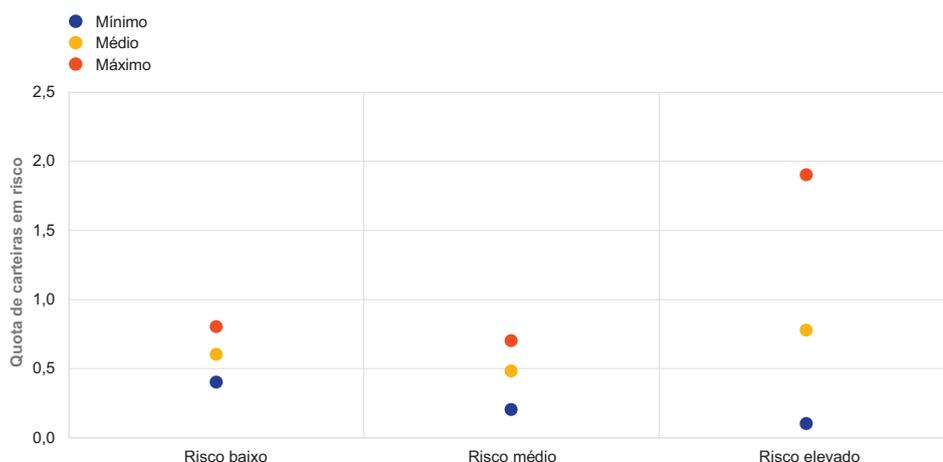
a) Perdas históricas decorrentes do risco de catástrofes

(eixo dos y: notações médias ponderadas para as respostas do inquérito; eixo dos x: milhões de euros)



b) Riscos futuros esperados

(eixo dos y: percentagem; eixo dos x: escalões de risco das respostas no inquérito)



Fontes: SAFE do BCE e da Comissão Europeia, Integrated Natural Catastrophe Database (CATDAT), indicadores analíticos do BCE relativos ao risco físico e cálculos do BCE.

Notas: Solicitou-se às empresas inquiridas no SAFE que indicassem quão importantes são as consequências dos riscos de catástrofes naturais para o seu atual modelo de negócio nos próximos cinco anos, utilizando uma escala de 1 (não importantes) a 10 (extremamente importantes). As notações médias ponderadas apresentadas no eixo dos y do painel a) são médias das respostas por país utilizando o número ponderado de inquiridos. O eixo dos x no painel a) indica o valor dos danos económicos causados por fenómenos meteorológicos e climáticos extremos no período de 1980 a 2020. O eixo dos y no painel b) mostra a distribuição das posições em risco normalizadas, que quantifica, da perspectiva dos bancos, a quota das carteiras em risco com base nos empréstimos, dívida e ações face a sociedades não financeiras a nível dos países. No eixo dos x do painel b), os países com valores médios de notação de risco de catástrofes inferiores a 5 são classificados como de "baixo risco", sendo classificados como de "risco médio" se o valor for de 5 a 6, e de "risco elevado" se for superior a 6. O painel b) exclui os Países Baixos (NL), porque a mensuração das perdas anuais esperadas não considera as medidas de mitigação atuais e futuras, tendo os resultados para o país sido classificados como uma exceção (*outlier*).

Na sua maioria, as empresas consideravam que investiram ou planeiam investir o suficiente para fazer face às alterações climáticas.

Metade das empresas da área do euro consideram que investiram o suficiente para atenuar o seu próprio impacto ambiental negativo e 24% planeiam investir nos próximos cinco anos. Simultaneamente, 32% indicaram ter investido para mitigar o impacto do risco de catástrofes naturais e 23% que tencionam fazê-lo nos próximos cinco anos. Entre as várias classes de dimensão, as grandes empresas parecem mais ativas na redução do impacto ambiental negativo da respetiva atividade.

Normas climáticas mais rigorosas constituem um incentivo mais forte para as empresas investirem na mitigação das alterações climáticas do que o risco de catástrofes naturais ou a degradação ambiental (gráfico D).

As regressões de forma reduzida que investigam o impacto conjunto dos três principais riscos das alterações climáticas nos investimentos das empresas relacionados com o clima sugerem que normas climáticas mais rigorosas podem levar as empresas a investir relativamente mais (10 pontos percentuais) do que o risco de catástrofes naturais (7 pontos percentuais) ou a degradação ambiental (6 pontos percentuais)⁶. No entanto, considerando apenas as PME, normas climáticas mais rigorosas não são significativamente mais suscetíveis de afetar os investimentos, em comparação com preocupações relacionadas com catástrofes naturais ou com a degradação ambiental. Em contraste, a nível das grandes empresas, normas climáticas mais rigorosas são mais importantes para os respetivos planos de investimento. De um modo geral, poderá ser mais fácil para as empresas avaliar os custos associados a normas mais rigorosas (por exemplo, um imposto sobre o carbono) do que a probabilidade e as consequências de uma catástrofe natural. Por conseguinte, normas mais rigorosas poderão constituir um incentivo mais forte para as empresas investirem na mitigação das alterações climáticas. As grandes empresas devem também estar mais cientes do seu impacto climático, em virtude da crescente pressão para que comuniquem informação sobre questões de sustentabilidade⁷.

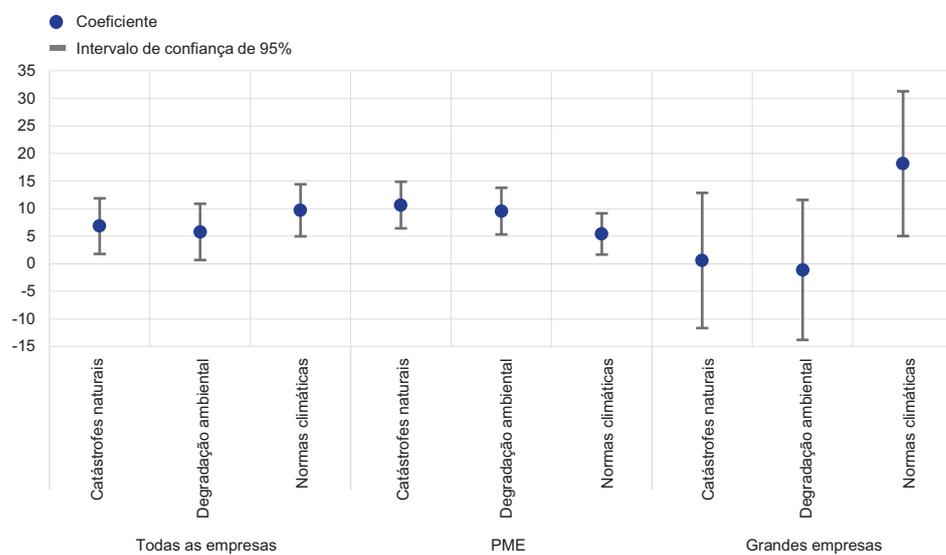
⁶ A literatura existente também salienta o papel dos impostos sobre o carbono no incentivo à produção e inovação com tecnologias verdes. Ver Acemoglu, D., Aghion, P., Bursztyn, L. e D. Hemous, [The Environment and Directed Technical Change](#), *American Economic Review*, vol. 102, n.º 1, fevereiro de 2012, e Acemoglu, D., Akcigit, U., Hanley, D. e W. Kerr, [Transition to Clean Technology](#), *Journal of Political Economy*, vol. 124, n.º 1, fevereiro de 2016. Embora a maioria das empresas da União Europeia estejam preocupadas com o risco físico, poucas investem para se tornarem mais resilientes, ver Banco Europeu de Investimento, [What drives firms' investment in climate action? Evidence from the 2022-2023 EIB Investment Survey](#), 14 de junho de 2023.

⁷ A Comissão Europeia fornece no seu sítio Web mais pormenores sobre a legislação da União Europeia em matéria de [comunicação de informações sobre a sustentabilidade das empresas](#), aplicável a grandes empresas e empresas cotadas em bolsa (incluindo as PME cotadas).

Gráfico D

Consequências das alterações climáticas e investimento para mitigar o seu impacto

(pontos percentuais)



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

Notas: O gráfico apresenta coeficientes de regressão que indicam o impacto das consequências das alterações climáticas para as empresas da área do euro nos próximos cinco anos em termos de investimento realizado ou planeado relacionado com o clima. As variáveis artificiais (*dummy*) referentes a catástrofes naturais, degradação ambiental e normas climáticas mais rigorosas assumem o valor 1 se a empresa indica que estas preocupações são muito importantes, ou seja, quando é indicada, pelo menos, uma notação de 7, numa escala de 1 (não importantes) a 10 (extremamente importantes). A variável de resultado é 1 se as empresas tiverem investido ou planearem investir nos próximos cinco anos para mitigar o risco de catástrofes naturais ou o seu próprio impacto ambiental negativo. Temos em conta o volume de negócios das empresas, os custos do trabalho, os custos dos fatores de produção não relacionados com o trabalho, as despesas com juros e a regressão cobre efeitos fixos de dimensão da empresa (emprego), tempo, setor e localização no nível NUTS1. As barras representam intervalos de confiança de 95%.

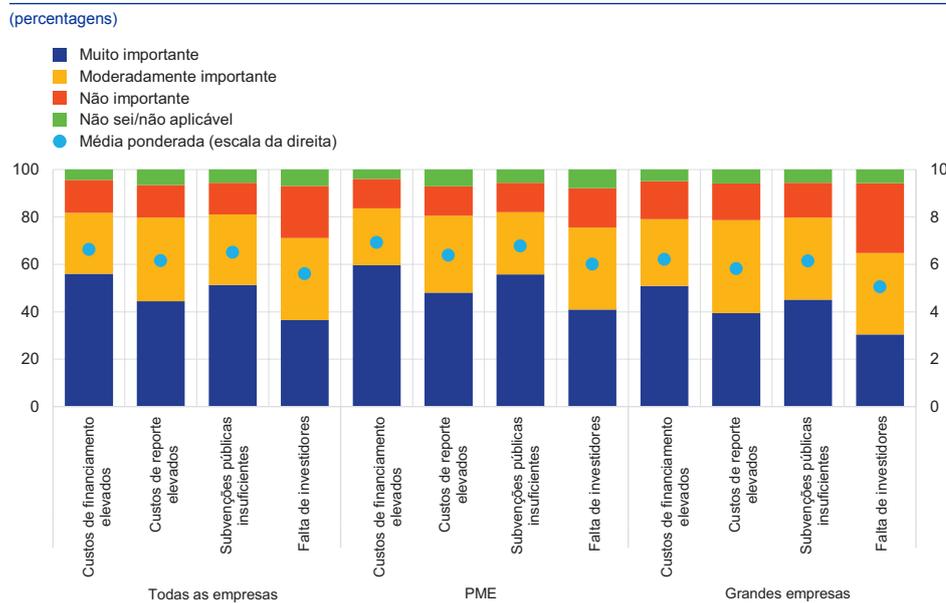
Vários obstáculos foram apontados como entrave ao acesso ao financiamento necessário para investimentos destinados a mitigar os riscos de catástrofes naturais ou cumprir normas climáticas mais rigorosas (gráfico E).

Mais de metade das empresas indicaram que as taxas de juro ou os custos de financiamento demasiado elevados e a as subvenções públicas insuficientes constituem obstáculos muito importantes na obtenção de investimento relacionado com o clima⁸. As empresas poderão considerar que os custos são elevados por não estarem a internalizar suficientemente os benefícios de fazer face aos riscos relacionados com as alterações climáticas. Os custos demasiado elevados da comunicação de informação ambiental também foram citados como um obstáculo muito importante por 45% das empresas, tendo 37% considerado a falta de vontade dos investidores para financiar investimento verde uma preocupação muito importante. No que toca às PME, todos os obstáculos à obtenção de financiamento destinado a investimento são mais preocupantes do que para as grandes empresas.

⁸ De Haas, R., Martin, R., Muûls, M. e Schweiger, H., [Managerial and financial barriers to the green transition](#), concluem, utilizando dados de inquéritos a empresas, que as restrições do crédito bem como as fracas práticas de gestão ecológica travam o investimento das empresas em tecnologias verdes.

Gráfico E

Obstáculos à obtenção de financiamento para investimentos destinados a mitigar os riscos de catástrofes naturais ou cumprir normas climáticas mais rigorosas



Fontes: SAFE do BCE e da Comissão Europeia.

Notas: Solicitou-se às empresas que indicassem quão importantes são os obstáculos na obtenção de financiamento destinado a investimento para mitigar os riscos de catástrofes naturais ou cumprir normas climáticas mais rigorosas, utilizando uma escala de 1 (não importantes) a 10 (extremamente importantes). No gráfico, a escala foi dividida em três categorias: importância reduzida (1-3), moderada (4-6) e elevada (7-10). A amostra inclui empresas que já investiram ou planeiam investir em políticas ecológicas.

Os resultados do inquérito destacam o papel importante desempenhado pelas garantias públicas de empréstimos e pelos fundos do setor privado na orientação de recursos para a ecologização da economia (gráfico F). Além

dos empréstimos não bonificados e dos lucros retidos, os empréstimos bonificados constituem uma fonte relevante de financiamento das empresas, que é mais importante para as PME do que para as grandes empresas. No primeiro semestre de 2023, o SAFE indica que 19% das empresas recorreram a empréstimos não bonificados para financiar a atividade, tendo apenas 9% recorrido a empréstimos bonificados. Ao mesmo tempo, para fins de investimento relacionado com o clima, 24% das empresas planeiam recorrer a empréstimos não bonificados e uma percentagem maior planeia recorrer a empréstimos bonificados (34%). Os últimos resultados do inquérito do BCE aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro destacam a maior atenção dos bancos aos riscos climáticos e o impacto benéfico dos crescentes requisitos de reporte, a par de medidas de apoio orçamental, nos empréstimos a empresas verdes⁹. Por exemplo, os bancos reportaram uma menor restritividade dos critérios de concessão de crédito e dos termos e condições de novos empréstimos a empresas verdes, ao passo que relativamente a empresas não verdes foi reportada, em geral, uma maior

⁹ Ver [The euro area bank lending survey – Second quarter of 2023](#), BCE, 25 de julho de 2023. Dependendo da disponibilidade de dados, os bancos inquiridos no inquérito sobre o mercado de crédito utilizaram uma série de fontes para distinguir entre empresas verdes e não verdes, tais como informações específicas nas demonstrações financeiras das empresas, relatórios de sustentabilidade com dados sobre emissões e, quando disponíveis, planos de transição, em especial das empresas de maior dimensão, bem como informações recolhidas para novos empréstimos a mutuários com base em questionários (tipicamente relacionados com critérios ambientais, sociais e de governação). Para avaliar o risco climático de empréstimos a PME, foram frequentemente utilizadas, de acordo com os bancos, informações e estimativas setoriais médias.

restritividade. A este respeito, é possível que os bancos ainda tenham a percepção de que a concessão de crédito a empresas não verdes acarreta um maior risco, em comparação com as suas contrapartes verdes¹⁰. A utilização de garantias públicas poderá, por conseguinte, atenuar este risco, facilitando assim o processo de transição climática também para as empresas que, embora tenham planos de transição, não são consideradas verdes pelos bancos.

Do lado das empresas, as regressões de forma reduzida que investigam o impacto conjunto das fontes de financiamento nos investimentos relacionados com o clima confirmam que a utilização de empréstimos bonificados e de lucros retidos aumenta a probabilidade de investimento em, respetivamente, 7 e 8 pontos percentuais (gráfico F, painel b). Além disso, os resultados sublinham a importância dos fundos próprios para promover o investimento das empresas na atenuação do risco de catástrofes naturais e do seu próprio impacto ambiental negativo¹¹.

¹⁰ Ver Buchetti, B., Miquel-Flores, I., Perdichizzi, S. e Reghezza, A., [Greening the Economy: How Public-Guaranteed Loans Influence Firm-Level Resource Allocation](#), junho de 2023; Lamperti, F., Bosetti V., Roventini A., Tavoni M. e Treibich T. [Three green financial policies to address climate risks](#), *Journal of Financial Stability*, vol. 54, junho de 2021.

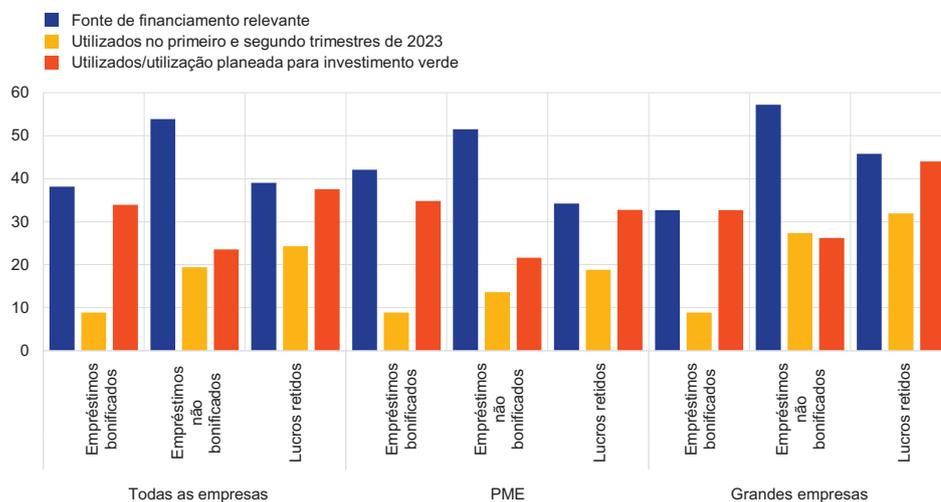
¹¹ Ver De Haas, R. e Popov A., [Finance and Green Growth](#), *The Economic Journal*, vol. 133, Número 650, fevereiro de 2023, pp. 637-668.

Gráfico F

Utilização de fontes de financiamento para investimento destinado a mitigar a exposição a riscos de catástrofes naturais e de política climática

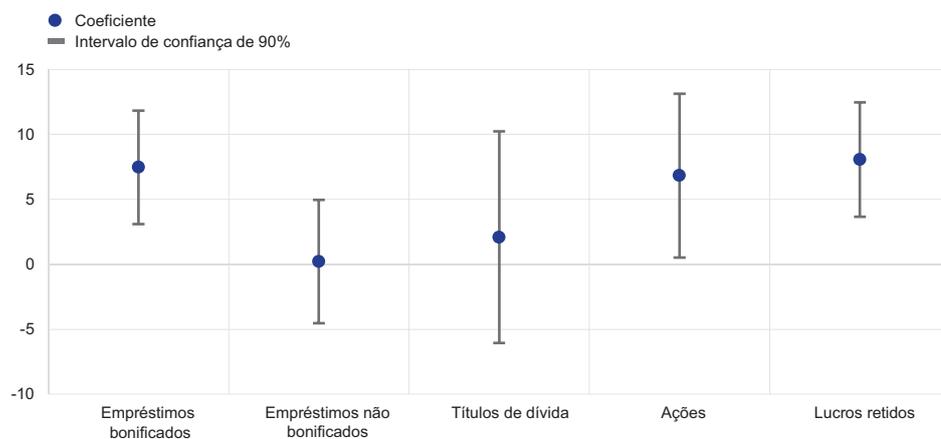
a) Utilização de fontes de financiamento

(percentagens)



b) Impacto das fontes de financiamento no investimento relacionado com o clima

(pontos percentuais)



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

Notas: Os dados referem-se a empresas que já investiram ou planeiam investir em políticas ecológicas. No painel a), as barras a azul mostram a percentagem de empresas que consideram certos tipos de financiamento relevantes para a sua atividade (ou seja, que já os utilizaram no passado ou consideram utilizá-los no futuro), enquanto as barras a amarelo mostram a percentagem de empresas que utilizaram um determinado tipo de financiamento no primeiro trimestre ou nos dois primeiros trimestres de 2023. As barras a vermelho mostram a percentagem de empresas que utilizaram ou planeiam utilizar certos tipos de financiamento para investimento destinado a mitigar a exposição a riscos de catástrofes nacionais e de política climática. O painel b) mostra os coeficientes de regressão para as fontes de financiamento das empresas da área do euro no que toca a investimento realizado ou planeado com fins relacionados com o clima. As variáveis artificiais (*dummy*) referentes a empréstimos bonificados, empréstimos não bonificados, títulos de dívida, ações e lucros retidos assumem o valor 1, se a empresa indicar que utiliza ou planeia utilizar essas fontes de financiamento para investimento verde. A variável dependente é uma variável artificial que assume o valor 1, se as empresas tiverem investido ou planearem investir nos próximos cinco anos para mitigar o risco de catástrofes naturais ou o seu próprio impacto ambiental negativo, e o valor 0, se as empresas não tiverem investido. A regressão cobre efeitos fixos de dimensão, tempo, setor e localização no nível NUTS1. As barras representam intervalos de confiança de 90%.

6 Condições de liquidez e operações de política monetária de 10 de maio a 1 de agosto de 2023

Por Jens Budde e Petra Fricke

A presente caixa descreve as condições de liquidez e as operações de política monetária do Eurosistema durante o terceiro e quarto períodos de manutenção de reservas de 2023. No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 10 de maio a 1 de agosto de 2023 (o “período em análise”).

O Conselho do BCE subiu as suas três taxas diretoras em 25 pontos base na reunião de 4 de maio e na reunião de 15 de junho de 2023. Estes aumentos entraram em vigor no terceiro e quarto períodos de manutenção de reservas de 2023, respetivamente.

A liquidez excedentária no sistema bancário da área do euro diminuiu substancialmente durante o período em análise. Tal ficou a dever-se ao vencimento da quarta operação da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) e a reembolsos antecipados dos bancos de outros fundos obtidos nas ORPA direcionadas em 28 de junho de 2023. Um outro fator importante, embora em menor grau, foi a redução gradual do volume da carteira do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), após a descontinuação dos reinvestimentos do Eurosistema ao abrigo do APP a partir de 1 de julho. Contudo, a diminuição contínua dos fatores autónomos líquidos, que aumentou a liquidez no sistema, compensou parcialmente a redução da liquidez excedentária. Os fatores autónomos líquidos têm descido desde o final da conjuntura de taxas de juro negativas em julho de 2022, devido, principalmente, à diminuição dos depósitos das administrações públicas.

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 189,8 mil milhões de euros para 1836,9 mil milhões de euros. Face ao primeiro e segundo períodos de manutenção de 2023, esta diminuição deveu-se quase na totalidade a uma queda de 189,4 mil milhões de euros nos fatores autónomos líquidos para 1671,9 mil milhões de euros (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”), induzida por uma diminuição dos fatores autónomos de absorção de liquidez e por um aumento dos fatores autónomos de cedência de liquidez. As reservas mínimas obrigatórias diminuíram apenas ligeiramente, em 0,3 mil milhões de euros, situando-se em 165 mil milhões de euros.

Os fatores autónomos de absorção de liquidez diminuíram 127,6 mil milhões de euros para 2804,4 mil milhões de euros no período em análise, principalmente devido 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, 113,9 mil milhões de euros no período em análise, para 255,8 mil milhões de euros, tendo a maior parte da descida ocorrido no terceiro período de manutenção. Esta descida reflete a continuação da normalização das reservas em numerário detidas pelos Tesouros nacionais e um ajustamento das suas estratégias de gestão de tesouraria devido ao estabelecimento do limite máximo inferior para a remuneração dos depósitos das administrações públicas pelos bancos centrais nacionais que entrou em vigor em 1 de maio de 2023. O valor médio das notas em circulação aumentou 8,2 mil milhões de euros ao longo do período em análise, para 1565,3 mil milhões de euros.

Os fatores autónomos de cedência de liquidez aumentaram 62 mil milhões de euros, situando-se em 1133 mil milhões de euros. Os ativos líquidos denominados em euros aumentaram 55,7 mil milhões de euros no período em análise. Este aumento deveu-se, em larga medida, à queda contínua das responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros no terceiro período de manutenção. Tal, por sua vez, reflete um ajustamento das estratégias de gestão de tesouraria dos clientes dos serviços de gestão de reservas do Eurosistema, dado que a remuneração dos depósitos detidos ao abrigo deste quadro de serviços foi também ajustada a partir de 1 de maio de 2023. As disponibilidades líquidas sobre o exterior aumentaram 6,2 mil milhões.

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

Condições de liquidez do Eurosistema

Passivo

(médias; em mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 10 de maio de 2023 a 1 de agosto de 2023						Período analisado anterior: 8 de fevereiro de 2023 a 9 de maio de 2023	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 10 de maio a 20 de junho		Quarto período de manutenção: 21 de junho a 1 de agosto		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Fatores autónomos de absorção de liquidez	2 804,4	(-127,6)	2 823,8	(-104,1)	2 784,5	(-39,3)	2 932,0	(-136,5)
Notas em circulação	1 565,3	(+8,2)	1 563,7	(+3,8)	1 567,0	(+3,3)	1 557,1	(-6,1)
Depósitos das administrações públicas	255,8	(-113,9)	256,4	(-104,3)	255,2	(-1,2)	369,7	(-62,9)
Outros fatores autónomos (líquidos) ¹⁾	983,3	(-21,9)	1 003,7	(-3,7)	962,3	(-41,4)	1 005,2	(-67,5)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	14,4	(-6,9)	16,8	(-0,1)	11,8	(-5,0)	21,3	(-16,1)
Reservas mínimas obrigatórias ²⁾	165,0	(-0,3)	164,8	(-1,0)	165,1	(+0,3)	165,3	(-2,0)
Facilidade permanente de depósito	3 919,0	(-126,4)	4 126,4	(+130,3)	3 706,6	(-419,8)	4 045,4	(-241,1)
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: 10 de maio de 2023 a 1 de agosto de 2023						Período analisado anterior: 8 de fevereiro de 2023 a 9 de maio de 2023	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 10 de maio a 20 de junho		Quarto período de manutenção: 21 de junho a 1 de agosto		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Fatores autónomos de cedência de liquidez	1 133,0	(+62,0)	1 145,8	(+63,4)	1 119,9	(-25,9)	1 071,0	(+81,8)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	938,2	(+6,2)	948,2	(+3,3)	927,9	(-20,4)	932,0	(-18,5)
Ativos líquidos denominados em euros	194,8	(+55,7)	197,5	(+60,1)	192,0	(-5,5)	139,0	(+100,3)
Instrumentos de política monetária	5 766,7	(-326,6)	5 986,4	(-38,5)	5 546,8	(-439,6)	6 093,4	(-477,6)
Operações de mercado aberto	5 766,6	(-326,7)	5 986,3	(-38,5)	5 546,7	(-439,6)	6 093,3	(-477,6)
Operações de crédito	897,5	(-274,7)	1 102,2	(-17,0)	692,9	(-409,3)	1 172,3	(-454,5)
OPR	6,3	(+5,0)	1,6	(+0,2)	10,9	(+9,2)	1,2	(-0,4)
ORPA com prazo de 3 meses	3,8	(+1,4)	2,1	(-0,0)	5,5	(+3,4)	2,5	(+0,1)
Operações das ORPA direcionadas III	887,5	(-281,1)	1 098,4	(-17,1)	676,5	(-421,9)	1 168,6	(-453,3)
Carteiras definitivas ¹⁾	4 869,1	(-51,9)	4 884,1	(-21,5)	4 853,8	(-30,4)	4 921,0	(-23,1)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,1	(+0,1)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(+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 e "ORPA" refere-se às operações de refinanciamento de prazo alargado.

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: 10 de maio de 2023 a 1 de agosto de 2023						Período analisado anterior: 8 de fevereiro de 2023 a 9 de maio de 2023	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 10 de maio a 20 de junho		Quarto período de manutenção: 21 de junho a 1 de agosto		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados ¹⁾	1 836,9	(-189,8)	1 843,2	(-168,6)	1 830,3	(-12,9)	2 026,6	(-220,4)
Fatores autónomos líquidos ²⁾	1 671,9	(-189,4)	1 678,4	(-167,6)	1 665,2	(-13,2)	1 861,3	(-218,3)
Liquidez excedentária ³⁾	3 933,3	(-133,4)	4 143,1	(+130,2)	3 718,3	(-424,8)	4 066,7	(-257,2)

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 e pontos percentuais)

	Período em análise atual: 10 de maio de 2023 a 1 de agosto de 2023				Período analisado anterior: 8 de fevereiro de 2023 a 9 de maio de 2023			
	Terceiro período de manutenção: 10 de maio a 20 de junho		Quarto período de manutenção: 21 de junho a 1 de agosto		Primeiro período de manutenção		Segundo período de manutenção	
OPR	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	4,00	(+0,25)	4,25	(+0,25)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)
Facilidade permanente de depósito	3,25	(+0,25)	3,50	(+0,25)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)
€STR	3,148	(+0,250)	3,401	(+0,253)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)
RepoFunds rate do euro	3,134	(+0,253)	3,400	(+0,266)	2,402	(+0,774)	2,881	(+0,480)

Fontes: BCE, CME Group e Bloomberg.

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 326,6 mil milhões de euros, passando para 5766,7 mil milhões de euros durante o período em análise (gráfico A). A redução da liquidez deveu-se principalmente à diminuição das operações de crédito.

O montante médio de liquidez cedida através de operações de crédito caiu 274,7 mil milhões de euros durante o período em análise. Esta redução reflete, em grande medida, a diminuição do saldo das ORPA direcionadas III devido ao vencimento da quarta operação ao abrigo das ORPA direcionadas III (476,8 mil milhões) e a reembolsos antecipados dos bancos de outros fundos obtidos nas ORPA direcionadas (29,5 mil milhões), em 28 de junho, no quarto período de manutenção. Simultaneamente, o saldo das operações de refinanciamento convencionais do Eurosistema (OPR e ORPA com prazo de 3 meses) aumentou ligeiramente no quarto período de manutenção.

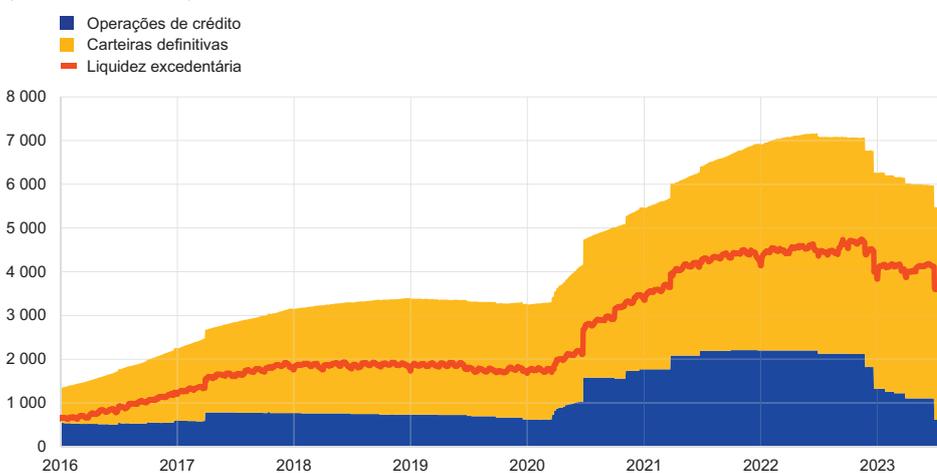
O montante médio de liquidez cedida através de detenções de carteiras definitivas diminuiu 51,9 mil milhões de euros durante o período em análise.

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; desde então, o Eurosistema tem reinvestido, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito deste programa. Relativamente ao APP, em linha com a decisão do Conselho do BCE, os reinvestimentos dos pagamentos de capital de títulos vincendos registaram, em média, uma redução de 15 mil milhões de euros por mês até ao final de junho, tendo cessado em 1 de julho².

Gráfico A

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

(em mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 1 de agosto de 2023.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária diminuiu 467,8 mil milhões de euros face a 4114 mil milhões de euros no último dia do período em análise anterior, situando-se em 3646,1 mil milhões de euros em 1 de agosto, o último dia do atual período em análise.

A liquidez excedentária média diminuiu 133,4 mil milhões de euros ao longo do período em análise, situando-se em 3933,3 mil milhões de euros. 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 atingir um valor máximo de 4,748 biliões de euros em novembro de 2022, a liquidez excedentária diminuiu progressivamente, na sequência sobretudo do vencimento de operações e dos reembolsos antecipados ao abrigo das ORPA direcionadas III, líquidos dos efeitos dos fatores autónomos.

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 das carteiras definitivas.

Evolução das taxas de juro

A taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) aumentou 51 pontos base, de 2,894% em 9 de maio, o último dia do período em análise anterior, para 3,404% em 1 de agosto³, o último dia do atual período em análise, refletindo os aumentos das taxas de juro diretoras do BCE. A transmissão dos aumentos das taxas de juro diretoras em maio e junho de 2023 às taxas do mercado monetário sem garantia pelo prazo *overnight* foi plena e imediata. Em média, a €STR foi transacionada 10,1 pontos base abaixo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito durante o atual período em análise, à semelhança do sucedido nos dois primeiros períodos de manutenção de 2023.

A repo rate da área do euro, calculada pelo índice da RepoFunds rate do euro, aumentou 55,7 pontos base, de 2,881% em 9 de maio para 3,438% em 1 de agosto (ver nota de rodapé 3). A transmissão dos aumentos das taxas de juro diretoras ao mercado monetário com garantia também foi plena e imediata. O mercado das operações de reporte continuou a funcionar de forma regular devido a vários fatores, entre os quais o aumento das emissões líquidas desde o início do ano e a libertação de ativos de garantia mobilizados após o vencimento das ORPA direcionadas, assim como um decréscimo dos ativos detidos ao abrigo do APP.

³ A taxa em 1 de agosto foi também influenciada por efeitos de final de mês em julho.

Distribuições de capital dos bancos e implicações para a política monetária

Por Cyril Couaillier, Maria Dimou e Conor Parle

Os bancos distribuem capital pelos investidores em fundos próprios por via do pagamento de dividendos ou da recompra de ações, com implicações ambíguas para a transmissão da política monetária através dos bancos.

Por um lado, as distribuições de capital podem ser benéficas para a transmissão monetária no longo prazo ao tornar os bancos atrativos para os investidores. Primeiro, uma distribuição de capital sinaliza a confiança dos gestores no fluxo de lucros esperado do respetivo banco ou uma avaliação de que o preço atual das ações do banco está subavaliado. Segundo, a distribuição de dividendos permite aos investidores aumentar o controlo dos fundos gerados pelo banco e beneficiar dos pagamentos correspondentes, em vez de o manter plenamente à disposição dos gestores. Através destes dois canais, a distribuição de capital pode sinalizar a solidez de um banco aos investidores em fundos próprios. Tal reflete-se num menor custo dos capitais próprios para o banco, facilitando o seu acesso aos mercados financeiros. Em última instância, o menor custo dos capitais próprios pode apoiar a solidez financeira dos bancos, preservando a sua capacidade de transmitir uniformemente a política monetária. Por outro lado, com tudo o resto constante, as distribuições de capital reduzem os rácios de capital dos bancos. Estas distribuições podem ser uma manifestação de fraqueza económica passada ou futura, uma vez que os bancos podem distribuir capital que não tenham tido a oportunidade, nem tenham antecipado a necessidade, de mobilizar para satisfazer a procura de empréstimos para fins de investimento. As distribuições estariam então em linha com a transmissão de uma maior restritividade da política monetária. Além disso, a reduzida capacidade de intermediação também se repercutiria no canal bancário de transmissão da maior restritividade da política monetária, uma vez que reservas de fundos próprios mais baixas ajudariam a tornar as condições de crédito mais restritivas. No entanto, em particular durante períodos de incerteza, pagamentos excessivos ou inoportunos podem amplificar as tensões e dificultar a transmissão regular da política monetária numa situação em que o sistema financeiro tenha sido atingido por um choque¹. Em algumas circunstâncias, tal pode tornar o sistema financeiro mais propenso ao risco de instabilidade financeira. Por conseguinte, os bancos devem seguir políticas de distribuição de dividendos prudentes.

Desde o final da fase mais crítica da pandemia e o termo da recomendação da Supervisão Bancária do BCE no sentido da restrição do pagamento de dividendos, os bancos da área do euro têm distribuído capital a um ritmo acelerado, especialmente através de programas de recompra significativos (gráfico A), convergindo no sentido de distribuições não realizadas em anos anteriores. Uma nova base de dados bancária de dividendos e recompras de bancos da área do euro, assente em relatórios anuais, clarifica a dinâmica

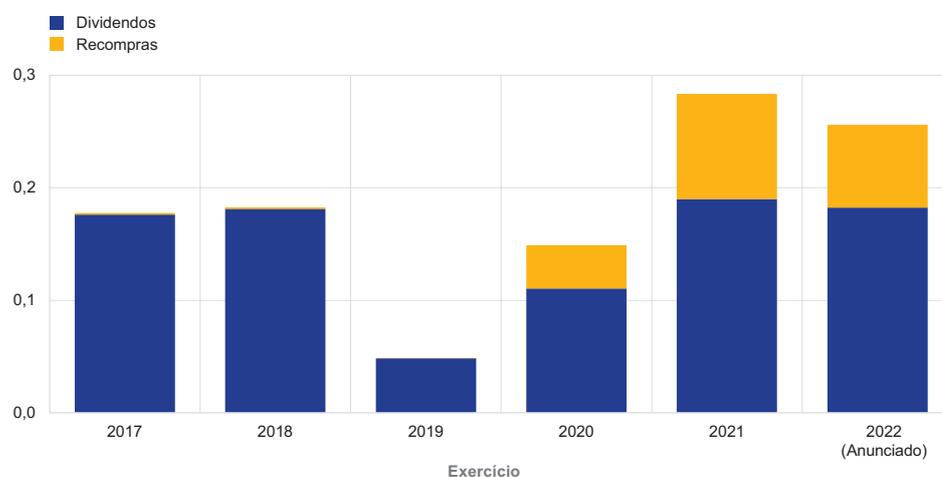
¹ Por exemplo, a recompra de ações pode resultar do facto de a remuneração dos administradores executivos estar associada à cotação das ações. Uma distribuição de capital não determinada por fundamentos poderia esgotar a capacidade de intermediação bancária.

subjacente à distribuição de fundos próprios. Estes dados permitem examinar a distribuição de dividendos prevista para o exercício de 2022 (ou seja, os pagamentos previstos durante 2023) e avaliar a dinâmica de distribuição de dividendos tanto a nível micro como macro. A recomendação da Supervisão Bancária do BCE de março de 2020 no sentido de suspender os pagamentos de dividendos durante a pandemia levou a uma queda acentuada da distribuição de capital nesse ano, dado que muitos bancos cancelaram pagamentos que tinham planeado fazer com base nos lucros de 2019 (gráfico A). Em dezembro de 2020, esta recomendação foi alterada no sentido de solicitar aos bancos que se abstivessem de efetuar ou limitassem a distribuição de dividendos. Desde o termo desta última recomendação em setembro de 2021, os bancos da área do euro retomaram os seus pagamentos de dividendos, com um aumento dos volumes em comparação com os anos anteriores à pandemia, mas ainda aquém das distribuições previstas para 2020 e 2021. Embora os dividendos estejam ligeiramente acima do seu nível pré-pandemia, a maior parte do aumento das distribuições de capital resulta da recompra de ações. Esta representa 33% dos pagamentos de dividendos com base nos lucros de 2021 e 29% dos pagamentos planeados com base nos lucros de 2022 (gráfico A, barras a amarelo), ao passo que, entre 2017 e 2019, as recompras foram praticamente inexistentes.

Gráfico A

Distribuições de dividendos e recompras em percentagem do total do ativo

(percentagens do total do ativo)



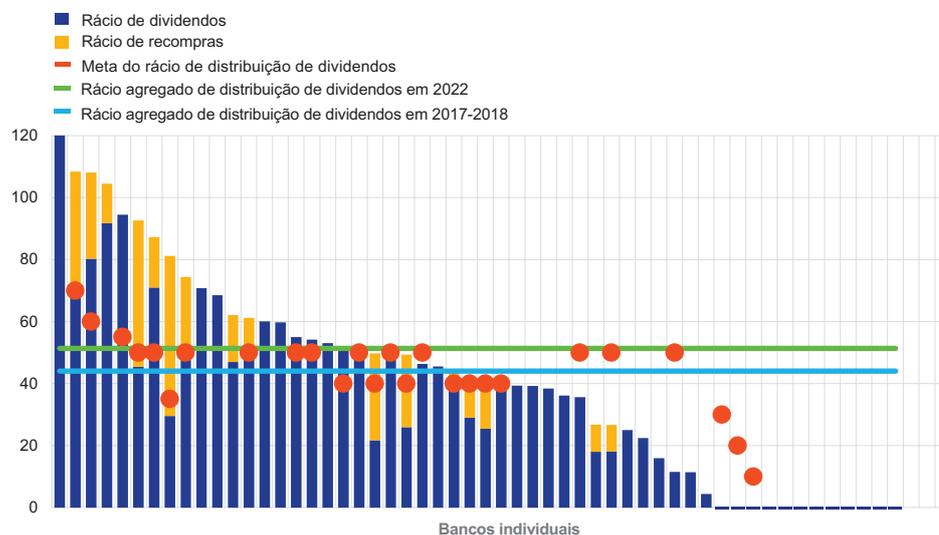
Fontes: Contas financeiras dos bancos e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico mostra o valor anual agregado dos pagamentos de dividendos e recompras de ações para fins de anulação relativamente a uma amostra de 57 bancos da área do euro, a qual é redimensionada pela soma das médias do total do ativo em cada ano para cada banco. Em caso de indisponibilidade dos dados relativos a um determinado exercício, é utilizado o total do ativo do exercício seguinte. Os valores são extraídos dos relatórios anuais de cada banco e representam a soma dos pagamentos intermédios efetuados antes do final do exercício de referência e dos pagamentos finais efetuados após o final do exercício, estando ambos os tipos de pagamento relacionados com os lucros durante o exercício de referência. As últimas observações referem-se à distribuição dos lucros de 2022 (a pagar em 2023).

Gráfico B

Rácios de distribuição observados a nível bancário para os lucros de 2022 e meta para os rácios mínimos de pagamento de dividendos

(percentagens)



Fontes: Contas financeiras dos bancos, comunicação de informações para fins de supervisão ao BCE e cálculos do BCE.
Notas: O gráfico apresenta o total de recompras e dividendos dos lucros atribuíveis ao exercício de 2022 em proporção do lucro líquido dos bancos individuais nesse ano. A barra mais à esquerda representa um rácio total de 350% para um banco que efetuou um pagamento extraordinário em 2023 relativo ao exercício de 2022. Os pontos mostram as metas para os rácios mínimos de distribuição de dividendos para uma subamostra de bancos para os quais essas metas são publicadas. As linhas verde e azul-claro a cheio mostram os rácios agregados de distribuição de dividendos (definidos como a soma do total do pagamento de dividendos dividido pela soma dos lucros líquidos de todos os bancos incluídos na amostra) para 2022 e 2017-2018, respetivamente. O período 2019-2021 não está incluído uma vez que foi, pelo menos em parte, afetado pela pandemia. As pequenas barras do lado direito, iguais a zero, correspondem a bancos sem dividendos ou recompras planeados para o exercício de 2022, à data da análise. Todos os rácios dizem respeito à distribuição dos lucros de 2022 (a pagar em 2023).

Os volumes de distribuição de dividendos variam substancialmente entre bancos em termos quer da distribuição total quer da importância das recompras extraordinárias (gráfico B), enquanto os planos apresentados pelos bancos sugerem que é provável um novo aumento dos dividendos. Em termos agregados, uma amostra de bancos da área do euro cotados em bolsa distribuíram, ou tencionam distribuir, aproximadamente 50% dos seus lucros globais de 2022 em dividendos e recompras (linha verde a cheio no gráfico B), consideravelmente acima do rácio de distribuição agregada de 44% para os exercícios de 2017 e 2018 (os últimos dois anos não afetados pela pandemia, linha azul-claro a cheio no gráfico B) mas globalmente em linha com uma convergência no sentido das distribuições não realizadas². Contudo, os volumes agregados ocultam diferenças consideráveis entre bancos, em particular no que respeita à recompra de ações (barras a amarelo no gráfico B). As razões apresentadas para as recompras variam, sendo algumas assinaladas como uma componente estrutural, mas a maioria corresponde a recompras extraordinárias³. Tal é sugerido, por exemplo, pelo facto de a maior parte das diferenças entre os rácios de distribuição efetiva e as metas para os rácios de

² O rácio de distribuição de dividendos para 2019 foi baixo, na sequência da recomendação do BCE, e foi seguido de um rácio consideravelmente mais elevado dos lucros em 2020, à medida que os pagamentos foram, em certa medida, retomados. O rácio de distribuição de dividendos conjunto para 2019 e 2020 esteve globalmente em linha com os valores anteriores à pandemia, o que sugere um certo grau de convergência.

³ Os relatórios anuais de alguns bancos associam recompras excecionais à venda de filiais. Outros bancos afirmam que o objetivo direto passa por reduzir o capital em excesso, a fim de manter uma estrutura de capital eficiente, ou descrevem recompras como fazendo parte de políticas normais de distribuição de dividendos.

distribuição provenientes dos relatórios públicos dos bancos corresponderem a recompras de ações. A maioria dos bancos têm por objetivo rácios de distribuição de dividendos de entre 40% e 60%, enquanto outros têm rácios muito mais baixos se estiverem a reconstituir reservas de capital após períodos de tensão, tais como a crise financeira mundial e a crise da dívida soberana (pontos a laranja no gráfico B). Além disso, não obstante o aumento dos dividendos face ao período anterior à pandemia, muitos bancos estão ainda aquém das suas metas ou não distribuem dividendos. É possível que os bancos com capital disponível mais limitado, ou com outras restrições regulamentares, aumentem os dividendos à medida que a sua situação se normaliza e a pressão pelos pares aumenta, resultando num novo aumento dos dividendos agregados no futuro.

Os bancos tendem a distribuir mais capital quando são mais rentáveis, têm uma maior qualidade dos ativos (medida por rácios de créditos não produtivos) e mais liquidez, e tendem também a assegurar distribuições uniformes ao longo do tempo, como captado pela distribuição desfasada (gráfico C). Estas correlações são confirmadas por uma análise econométrica plurianual que indica que a taxa de remuneração dos dividendos dos bancos (ou seja, os pagamentos em percentagem do capital próprio dos bancos) é impulsionada pelo seu próprio desfasamento e pelos rácios da rentabilidade do capital próprio (*return on equity* – ROE) e dos créditos não produtivos (*non-performing loans* – NPL) dos bancos (gráfico D), em consonância com a literatura existente⁴. De acordo com as estimativas, cada ponto percentual adicional de ROE para o conjunto do setor bancário traduz-se em 2 mil milhões de euros de pagamentos de dividendos mais elevados. O aumento das margens de juro líquidas dos bancos, no contexto da maior restritividade da política monetária desde meados de 2022, deverá ter dado um contributo positivo para a distribuição de capital dos bancos até à data. Ao mesmo tempo, o impacto do aumento da restritividade deverá comprimir a rentabilidade ao longo do tempo à medida que o crescimento dos empréstimos enfraquece, o risco de crédito aumenta e as taxas passivas sobem, limitando a margem para novos pagamentos de dividendos. Além disso, a análise sugere igualmente que os bancos com melhores posições de liquidez, ilustrado pelo rácio de cobertura de liquidez (*liquidity coverage ratio* – LCR), também efetuam pagamentos de dividendos mais elevados. De um modo geral, os bancos que distribuíram mais dividendos nos últimos anos aparentemente foram os que se encontravam em melhor posição para o fazer⁵.

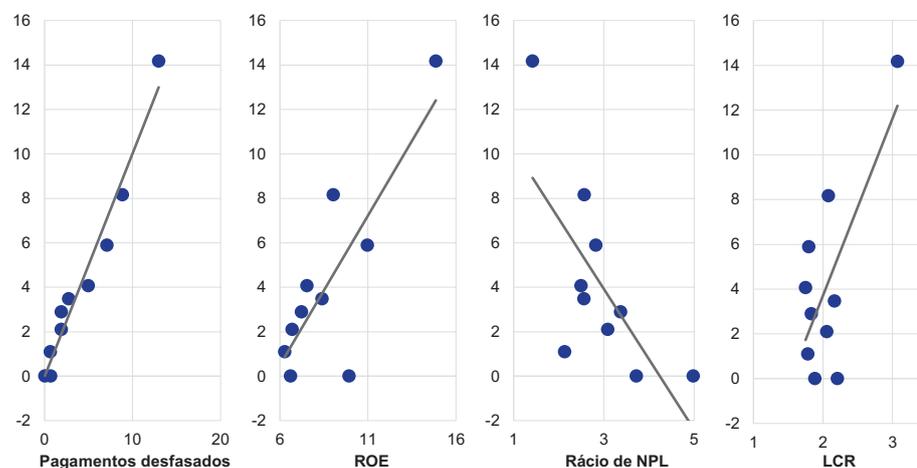
⁴ Ver, entre outros, Belloni, M., Grodzicki, M. e Jarmuzek, M., “Why European banks adjust their dividend payouts?”, *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2765, BCE, janeiro de 2023; Theis, J. e Dutta, A.S., “Explanatory factors of bank dividend policy: revisited”, *Managerial Finance*, vol. 35, Número 6, 2009; e Dickens, R. N., Casey, K. M. e Newman, J. A., “Bank Dividend Policy: Explanatory Factors”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 41, n.º 1/2, 2002, pp. 3-12.

⁵ Além disso, outros cálculos mostram que a relação entre os pagamentos de dividendos e o capital disponível resulta também do facto de, para a amostra de bancos que anunciavam a sua meta para o rácio de fundos próprios aos investidores, os bancos com mais excesso de capital pagarem mais.

Gráfico C

Distribuição de dividendos com base nos lucros de 2022 face ao seu próprio desfasamento, à ROE, ao rácio de NPL e ao LCR

(eixo dos x: percentagem do capital próprio (primeiro e segundo painéis), percentagens de empréstimos (terceiro painel) e rácio de cobertura de liquidez (quarto painel); eixo dos y: percentagem do capital próprio)

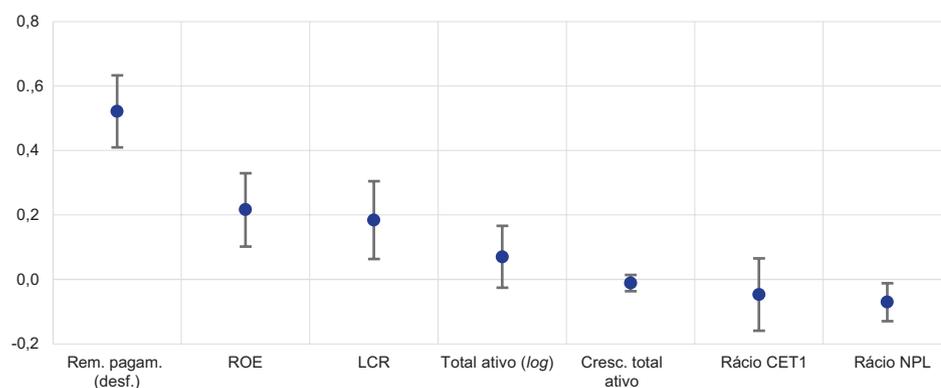


Fontes: Contas financeiras dos bancos, comunicação de informações para fins de supervisão ao BCE e cálculos do BCE.
Notas: O gráfico apresenta decis da distribuição da taxa de remuneração anual dos pagamentos dos bancos (dividendos e recompras de ações divididos pelo valor contabilístico do capital próprio) com base nos lucros de 2022 face ao seu próprio desfasamento (primeiro painel) e aos valores desfasados da ROE (segundo painel), do rácio de NPL (terceiro painel) e do LCR (quarto painel). A ROE, o LCR e o rácio de NPL apresentam um desfasamento de um ano.

Gráfico D

Coefficientes de regressão que explicam a taxa de remuneração dos dividendos com base nos lucros de 2016 a 2022

(coeficientes de regressão que mostram o impacto de 1 ponto percentual da taxa de remuneração desfasada dos dividendos, da ROE, do LCR, do crescimento do total do ativo, do rácio de CET1 e do rácio de NPL, e 1 unidade do \log do total do ativo, com base na taxa de remuneração dos dividendos em pontos percentuais)



Fontes: Contas financeiras dos bancos, comunicação de informações para fins de supervisão ao BCE e cálculos do BCE.
Notas: O gráfico mostra coeficientes da regressão da taxa de remuneração anual dos pagamentos dos bancos (dividendos e recompras de ações divididos pelo valor contabilístico do capital próprio) face ao seu próprio desfasamento e aos valores desfasados da ROE, do LCR, da dimensão do banco (\log do total do ativo), da taxa de crescimento anual do total do ativo, do rácio de fundos próprios principais de nível 1 (*Common Equity Tier 1* – CET1) e do rácio de NPL. As regressões também incluem efeitos fixos em termos de ano. As variáveis explicativas apresentam um desfasamento de um ano. As variáveis são escalonadas (valor médio zero e erro-padrão 1). As barras de erro apresentam intervalos de confiança de 90%. Os erros-padrão são agrupados a nível dos bancos. A amostra abrange os exercícios de 2016 a 2022, excluindo 2019, devido à recomendação da Supervisão Bancária do BCE relativa aos dividendos e a recompras de ações. As últimas observações referem-se à distribuição dos lucros de 2022 (a pagar em 2023). Os resultados referem-se a uma amostra de 57 bancos da área do euro.

Embora os pagamentos de dividendos recentes tenham tido um efeito sinalizador positivo sobre os mercados financeiros, os compromissos de distribuições mais elevadas têm estado associados a uma menor oferta de crédito bancário e a taxas ativas mais elevadas, contribuindo assim possivelmente para a transmissão do impulso de maior restritividade da política monetária até à data. Os bancos que anunciaram uma maior taxa de remuneração dos dividendos com base nos lucros de 2022 registaram um menor aumento do custo dos capitais próprios durante o episódio de turbulência nos mercados financeiros de março de 2023 (gráfico E). Tal pode dever-se ao facto de os maiores pagamentos de dividendos terem sido efetuados por bancos com melhores resultados financeiros, mas também, em certa medida, a um efeito sinalizador. Este efeito seria consistente com as conclusões de outros estudos recentes e sugere que os pagamentos de dividendos mais elevados anunciados nos últimos anos poderiam apoiar a capacidade de intermediação dos bancos em períodos de tensão⁶. Ao mesmo tempo, observam-se alguns sinais preliminares de uma relação negativa entre distribuições de dividendos pré-anunciadas e a oferta de crédito desde o início da normalização da política monetária. Com base em dados granulares do registo de crédito às empresas da área do euro (*AnaCredit*), tendo em conta a procura de empréstimos e outros fatores suscetíveis de causar confusão, os dividendos relativos aos lucros de 2021 (pagos em 2022) parecem estar negativamente relacionados com o crescimento do crédito e estar positivamente associados às taxas ativas bancárias em 2022, o que sugere uma menor oferta de crédito em 2022 para os bancos com rácios de dividendos mais elevados (gráfico F). Dentro da mesma lógica, os pagamentos de dividendos anunciados para o exercício de 2022 também revelam uma ligação negativa com a oferta de crédito dos bancos em 2022, o que sugere que os bancos planearam a sua distribuição de capital com base nos ganhos preliminares do exercício até à data e em projeções de lucros no final do ano, e calibraram as decisões de concessão de crédito e, de um modo mais geral, as suas decisões de gestão de ativos e passivos ao longo de 2022, tendo em conta os planos de distribuição de dividendos no ano seguinte com base nas receitas de 2022⁷. De acordo com as estimativas, o facto de os pagamentos de dividendos relativos aos lucros de 2022 estarem cerca de 1 ponto percentual da taxa de remuneração dos dividendos acima dos padrões anteriores à pandemia estaria associado a uma diminuição de aproximadamente 1% dos volumes de empréstimos, embora esta correlação possa também captar fatores relacionados com o abrandamento global do crescimento dos empréstimos, no contexto de uma maior restritividade da política monetária. O exercício de 2022 coincidiu com a primeira fase do ciclo de maior restritividade, o que pode ter encorajado os bancos a

⁶ Ver a caixa intitulada [Dividend payouts and share buybacks of global banks](#), *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2020.

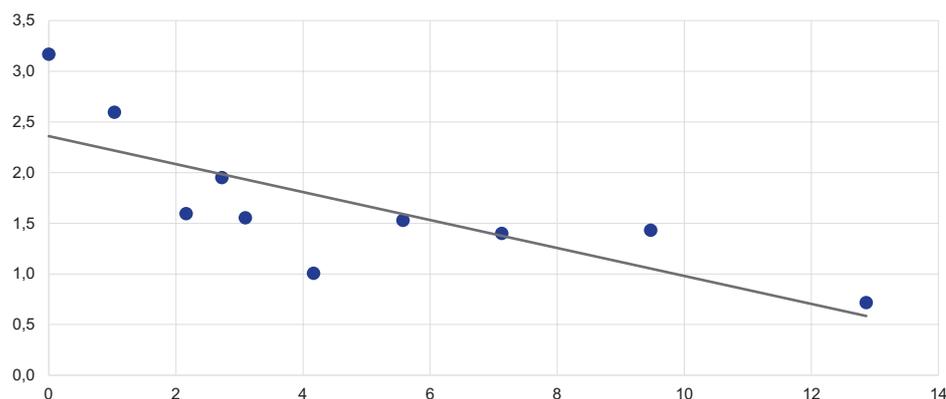
⁷ Tal está em linha com a tendência dos bancos, como acima referido, para nivelar os seus dividendos ao longo do tempo. Alguns anunciam uma meta de distribuição de dividendos plurianual, o que significa que entram num novo ano com conhecimento dos dividendos visados para o ano, mesmo tendo em conta a incerteza em torno dos resultados de fim de ano. A regressão da oferta de crédito para 2022 sobre os dividendos e os pagamentos de dividendos com base nos lucros de 2022 pode dar origem a uma causalidade inversa. No entanto, o enviesamento seria conservador, uma vez que lucros mais elevados devido a empréstimos mais elevados deveriam resultar em dividendos mais elevados. Como tal, os coeficientes assim estimados correspondem provavelmente a um limite inferior. Este enviesamento conservador seria acentuado, uma vez que é mais provável que os lucros em 2021 tenham sido afetados pela recuperação dos pagamentos de dividendos na sequência da pandemia, o que deverá distorcer ainda mais o coeficiente no sentido de zero nessa especificação.

restringir a oferta de crédito, a fim de distribuir capital quando era viável fazê-lo numa perspetiva de rentabilidade. Por conseguinte, é importante acompanhar os pagamentos de dividendos, no contexto da interação entre as distribuições de capital e o mecanismo de transmissão da política monetária nos próximos anos.

Gráfico E

Variação do custo dos capitais próprios dos bancos entre fevereiro e março de 2023 e da taxa de remuneração dos dividendos com base nos lucros de 2022

(eixo dos x: taxa de remuneração dos dividendos (pontos percentuais); eixo dos y: variação do custo dos capitais próprios (percentagens))



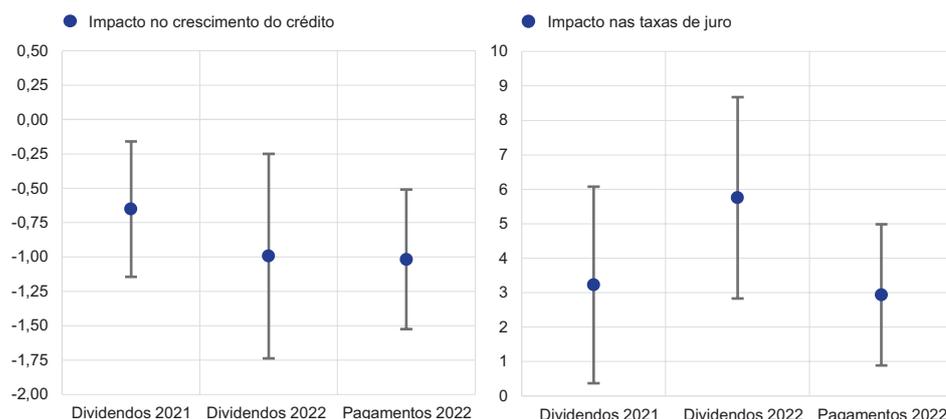
Fontes: Contas financeiras dos bancos, Bloomberg, Refinitiv e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico mostra os decis da distribuição da taxa de remuneração anual dos pagamentos dos bancos (dividendos e recompras de ações divididos pelo valor contabilístico do capital próprio) com base nos lucros de 2022 no eixo dos x face à variação do custo dos capitais próprios dos bancos entre fevereiro e março de 2023 no eixo dos y. O custo dos capitais próprios é uma média de dez estimativas baseadas em modelos (disponíveis a nível dos bancos) de Altavilla, C. *et al.*, "Measuring the cost of equity of euro area banks", *Série de Documentos Ocasionais*, n.º 254, BCE, janeiro de 2021. A linha a cheio mostra a reta que se ajusta melhor à relação de dispersão.

Gráfico F

Impacto da distribuição de dividendos com base nos lucros de 2021 e 2022 no crescimento do crédito e nas taxas de juro em 2022

(coeficientes de regressão que mostram o impacto de 1 ponto percentual da taxa de remuneração dos dividendos ou dos pagamentos no crescimento do crédito em pontos percentuais e taxas de juro em pontos base)



Fontes: Contas financeiras dos bancos, comunicação de informações para fins de supervisão ao BCE e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico mostra coeficientes da regressão do crescimento do crédito e a variação das taxas de juro a nível dos bancos em 2022 sobre a taxa de remuneração anual dos dividendos dos bancos (dividendos divididos pelo valor contabilístico dos capitais próprios) com base nos lucros de 2021 e 2022, bem como a taxa de remuneração dos pagamentos (dividendos e recompras de ações divididos pelo valor contabilístico dos capitais próprios) com base nos lucros de 2022. As variáveis de controlo são a ROE, o LCR, a margem para o CET1 acima dos requisitos de fundos próprios, a taxa de crescimento anual do total do ativo, a dimensão dos bancos (o *log* do total do ativo), o rácio de NPL e os efeitos fixos das empresas. As variáveis explicativas apresentam um desfasamento de um ano. As barras de erro apresentam intervalos de confiança de 90%. As últimas observações referem-se à distribuição dos lucros de 2022 (a pagar em 2023).

8 Impacto orçamental das medidas de apoio ao setor financeiro 15 anos após a grande crise financeira

Por Marien Ferdinandusse e Benoit Lichtenauer

Durante e após a crise financeira mundial, a maioria dos governos da área do euro apoiou as instituições financeiras a nível individual, a fim de salvaguardar a estabilidade financeira¹. As intervenções incluíram medidas como injeções de capital, a nacionalização de bancos, a aquisição de ativos em imparidade através de estruturas públicas de *defeasance* financeiro (também conhecidas como bancos maus) e a concessão de empréstimos. A presente caixa analisa o impacto direto dos apoios dados sobre as finanças públicas da área do euro, que ainda é visível 15 anos mais tarde. O impacto nas finanças públicas pode ser sintetizado do seguinte modo:

- Quando estas operações apresentaram uma clara perda para o Estado, são classificadas como transferências de capital que aumentam o défice orçamental.
- Quando o Estado recebeu ações de um banco ou títulos de dívida considerados de valor igual à injeção de capital, a medida de apoio é considerada uma operação financeira que afeta a dívida bruta das administrações públicas, mas não o défice.
- Nos casos em que o Estado emitiu igualmente garantias para apoiar o setor financeiro, estas representam passivos contingentes que apenas afetam as finanças públicas caso sejam acionadas.

O impacto das medidas de apoio financeiro adotadas durante a grande crise financeira diminuiu consideravelmente, mas estas continuam a marcar as finanças públicas na atualidade. No conjunto da área do euro, as medidas de apoio financeiro tomadas desde 2007 aumentaram a dívida pública até 2012, altura em que o impacto atingiu um máximo de mais de 6 pontos percentuais do PIB (gráfico A). Desde então, o impacto da dívida diminuiu, à medida que os

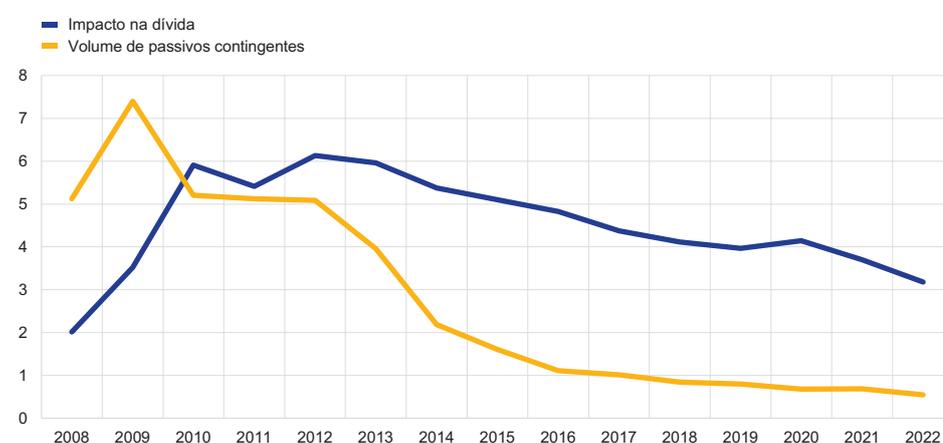
¹ Para uma descrição da crise financeira e das medidas orçamentais e financeiras adotadas, ver [Euro area fiscal policies and the crisis](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 109, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2010, e [Extraordinary measures in extraordinary times – public measures in support of the financial sector in the EU and the United States](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 117, BCE, Frankfurt am Main, julho de 2010. Para mais informação sobre a classificação estatística das medidas de apoio ao setor financeiro e o seu impacto nas finanças públicas, ver o artigo [The fiscal impact of financial sector support during the crisis](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2015; [Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact](#), *Série de Documentos de Trabalho Estatísticos*, n.º 7, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2015; e a caixa intitulada [O impacto orçamental das medidas de apoio ao setor financeiro: em que situação nos encontramos decorrida uma década da crise financeira?](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2018. As regras das contas nacionais aplicáveis ao registo estatístico do apoio às instituições financeiras têm sido revistas ao longo do tempo. Em consequência, o impacto histórico das intervenções públicas mudou por vezes significativamente, em comparação com estas publicações anteriores. Desde a primeira decisão do Eurostat relativa ao registo estatístico das intervenções públicas de apoio às instituições financeiras em 2009, as regras foram objeto de revisão até muito recentemente (ver o capítulo 4.5 atualizado, intitulado “Government intervention to support financial institutions: financial bailouts and defeasance structures” na edição de 2022 recentemente publicada do manual sobre o défice orçamental e a dívida pública, [Manual on Government Deficit and Debt](#)).

governos conseguiram vender as participações no capital dos bancos adquiridas durante a crise e alienar ativos (principalmente créditos não produtivos) detidos por bancos maus. No entanto, a dívida pública da área do euro estava ainda mais de 3% acima do PIB em 2022 em consequência do apoio ao setor financeiro, enquanto as garantias pendentes ascendiam a cerca de 0,5% do PIB (gráfico A). O financiamento do apoio ao setor financeiro consistiu em títulos de dívida (pouco mais de metade), empréstimos (17,7%) e outros passivos das administrações públicas (28,8%)². Esta última categoria consiste sobretudo em dívida de i) bancos que foram nacionalizados e reclassificados no setor das administrações públicas e de ii) bancos maus.

Gráfico A

Impacto das medidas de apoio ao setor financeiro na dívida da área do euro e potencial impacto de passivos contingentes pendentes na dívida, 2008-2022

(em percentagens do PIB)



Fonte: Eurostat.

Notas: Os passivos das administrações públicas resultantes das medidas de apoio ao setor financeiro afetam a dívida observável. Os passivos contingentes são obrigações sob a forma de garantias explícitas que não têm qualquer efeito nas contas das administrações públicas (para além das receitas com comissões associadas às garantias), a não ser que ocorra, ou até à data em que ocorra, um acontecimento específico no futuro.

As medidas de apoio aumentaram o défice público da área do euro todos os anos desde a crise financeira, embora o impacto se tenha tornado muito reduzido nos últimos anos (gráfico B). Em alguns dos primeiros anos, o impacto a nível do défice foi dominado por transferências de capital. Nos anos seguintes, as despesas relacionadas com o apoio, principalmente com juros a pagar e, em menor medida, com transferências de capital, foram superiores às receitas associadas, que consistem principalmente em juros e dividendos a receber³.

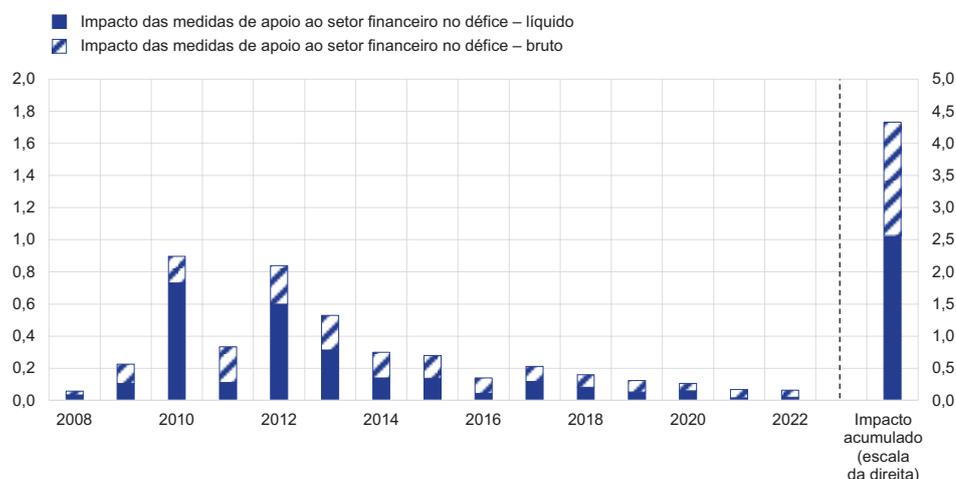
² Para mais pormenores, ver a [nota informativa](#) do Eurostat, de abril de 2023, sobre as intervenções governamentais de apoio às instituições financeiras.

³ A este respeito, o impacto orçamental das medidas de apoio face aos preços dos produtos energéticos na área do euro durante os dois primeiros anos da crise energética proporciona uma comparação esclarecedora. O impacto líquido acumulado do apoio ao setor financeiro entre 2008 e 2022 no défice da área do euro foi de cerca de 2,6% do PIB em 2022, ao passo que o impacto líquido das medidas de apoio face aos preços dos produtos energéticos nos dois primeiros anos da crise energética (2021-2022) foi de cerca de 1,9% do PIB. Ver também 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.

Gráfico B

Impacto das medidas de apoio ao setor financeiro no défice da área do euro

(em percentagem do PIB)



Fonte: Eurostat.

O impacto orçamental das medidas de apoio ao setor financeiro difere consideravelmente entre os países da área do euro.

Alguns países não tomaram medidas, ou quase nenhuma, enquanto o impacto máximo no rácio da dívida em relação ao PIB se situava próximo ou acima de 10% em dez países da área do euro, incluindo a Alemanha, os Países Baixos, a Letónia, a Áustria, a Eslovénia, os quatro países da área do euro objeto de um programa de ajustamento da UE/Fundo Monetário Internacional (FMI) (Irlanda, Grécia, Chipre e Portugal) e Espanha⁴, que solicitou assistência financeira ao Fundo Europeu de Estabilidade Financeira/Mecanismo Europeu de Estabilidade em 2012. O impacto da dívida nos beneficiários dos programas de ajustamento da UE/FMI ainda se situava acima de 10 pontos percentuais em 2022, em alguns casos muito acima (gráfico C)⁵.

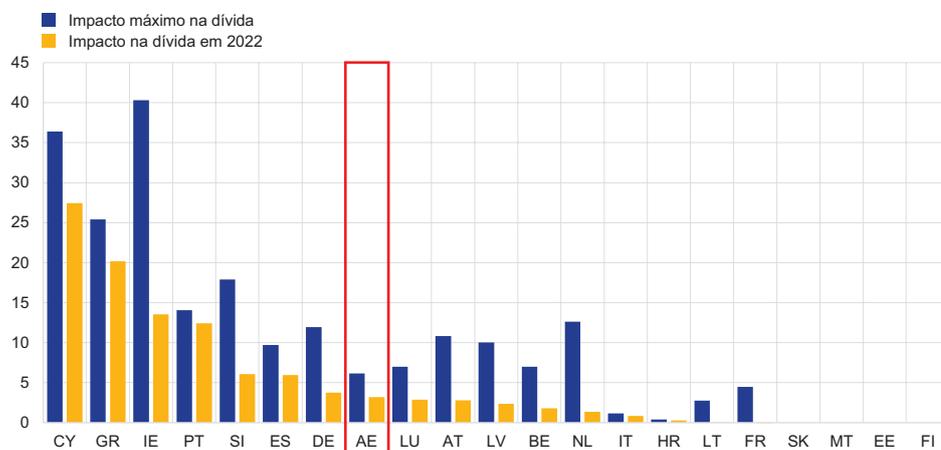
⁴ Em Espanha, o impacto do apoio público ao setor financeiro na dívida pública foi significativamente revisto em 2021 (incluindo os dados anteriores), quando a sociedade de gestão de ativos Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) foi reclassificada no setor público retrospectivamente desde a sua criação em 2012. Para mais informações, ver a [carta](#) de 16 de fevereiro de 2021 do Eurostat ao Instituto Nacional de Estadística sobre a classificação setorial da SAREB.

⁵ No caso da Irlanda, o impacto da dívida pode ser avaliado mais corretamente em percentagem do rendimento nacional bruto (RNB*) modificado, em vez do PIB, devido ao impacto das transações fiscais das empresas multinacionais no PIB. O impacto do apoio ao setor financeiro a nível da dívida atingiu um pico de 53% do RNB* em 2013 e foi de 25% em 2022.

Gráfico C

Impacto das medidas de apoio ao setor financeiro na dívida bruta das administrações públicas

(em percentagem do PIB)



Fonte: Eurostat.

Notas: O gráfico mostra os passivos máximos das administrações públicas expressos em percentagem do PIB no período de 2007-2022 e em 2022. Os países estão ordenados pelo valor de 2022.

O impacto direto duradouro das medidas de apoio ao setor financeiro nas finanças públicas apresentado na presente caixa representa apenas uma

parte dos custos económicos totais de uma crise financeira. Estes também se materializaram sob a forma de perda de produção e de aumento do desemprego. Além disso, em alguns países, os desenvolvimentos adversos no setor financeiro e nas finanças públicas reforçaram-se mutuamente, fazendo subir os custos de financiamento dos soberanos e exacerbando a crise financeira e económica. Tal levou a um aumento do rácio da dívida em relação ao PIB que não se encontra incluído nas estimativas da presente caixa. Todos estes fatores ilustram a importância da existência de um quadro institucional necessário para evitar a ocorrência de episódios de instabilidade macroeconómica e financeira e para mitigar os seus custos caso se concretizem. Desde a grande crise financeira, foram implementadas reformas na UE para melhorar a supervisão do setor financeiro, a resolução ordenada de instituições financeiras em dificuldades, a sustentabilidade das finanças públicas e a resiliência dos mutuários soberanos, por exemplo, com a criação do Mecanismo Único de Supervisão, do Mecanismo Único de Resolução e do Conselho Orçamental Europeu⁶.

⁶ Para mais informações, ver [Mecanismo Único de Supervisão](#), [Mecanismo Único de Resolução](#) e [Conselho Orçamental Europeu](#).

© 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.

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-23-011-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep