



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 8 / 2023



Índice

Evolução económica, financeira e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	8
2 Atividade económica	15
3 Preços e custos	23
4 Evolução do mercado financeiro	30
5 Condições de financiamento e evolução do crédito	36
6 Evolução orçamental	45
Caixas	49
1 Condições do mercado de títulos do Tesouro dos Estados Unidos e reações do mercado mundial à política monetária dos Estados Unidos	49
2 Risco geopolítico e preços do petróleo	55
3 Produto potencial em períodos de choques temporários sobre a oferta	60
4 A política monetária e o abrandamento recente na indústria transformadora e nos serviços	66
5 Guia sobre a medição do rendimento das famílias	71
6 Condições de liquidez e operações de política monetária de 2 de agosto a 31 de outubro de 2023	79
7 Rendimento de juros líquido das famílias e das empresas	85
8 Dinâmica monetária durante o ciclo de maior reestrutividade da política monetária	91

Evolução económica, financeira e monetária

Apreciação global

O Conselho do BCE decidiu na reunião de 14 de dezembro de 2023 manter as três taxas de juro diretoras inalteradas. Embora a inflação tenha descido nos últimos meses, é provável que volte a subir temporariamente no curto prazo¹. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, a inflação deverá descer gradualmente ao longo de 2024, aproximando-se depois do objetivo de 2% do Conselho do BCE em 2025. No geral, os especialistas do Eurosistema preveem que a inflação global se situará, em média, em 5,4% em 2023, 2,7% em 2024, 2,1% em 2025 e 1,9% em 2026. Em comparação com as projeções de setembro para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, trata-se de uma revisão em baixa para 2023 e especialmente para 2024.

A inflação subjacente abrandou novamente. Contudo, as pressões internas sobre os preços permanecem elevadas, devido sobretudo ao forte crescimento dos custos unitários do trabalho. Segundo as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema, a inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares situar-se-á, em média, em 5,0% em 2023, 2,7% em 2024, 2,3% em 2025 e 2,1% em 2026.

Os anteriores aumentos das taxas de juro continuam a ser transmitidos de forma vigorosa à economia. As condições de financiamento mais restritivas estão a refrear a procura, o que está a ajudar a reduzir a inflação. Os especialistas do Eurosistema projetam que o crescimento económico permanecerá fraco no curto prazo. Para além do curto prazo, a economia deverá recuperar, devido à subida dos rendimentos reais – com as pessoas a beneficiarem da descida da inflação e do aumento dos salários – e à melhoria da procura externa. Por conseguinte, os especialistas do Eurosistema projetam que o crescimento aumente de, em média, 0,6% em 2023 para 0,8% em 2024 e 1,5% em 2025 e 2026.

O Conselho do BCE está determinado a assegurar o retorno atempado da inflação ao seu objetivo de médio prazo de 2%. Com base na sua atual avaliação, o Conselho do BCE considera que as taxas de juro diretoras estão em níveis que, se forem mantidos por um período suficientemente longo, darão um contributo substancial para esse fim. As futuras decisões do Conselho do BCE assegurarão que as taxas 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

¹ A data de fecho dos dados incluídos na presente edição do *Boletim Económico* foi 13 de dezembro de 2023.

especificamente, as suas decisões sobre as taxas de juro basear-se-ão na avaliação das perspetivas de inflação, à luz dos dados económicos e financeiros que forem sendo recolhidos, da dinâmica da inflação subjacente e da robustez da transmissão da política monetária.

As taxas de juro diretoras do BCE são o principal instrumento para estabelecer a orientação da política monetária. Na reunião de 14 de dezembro de 2023, o Conselho do BCE também decidiu prosseguir com a normalização do balanço do Eurosistema. Durante o primeiro semestre de 2024, pretende continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP). No segundo semestre do ano, tenciona reduzir a carteira do PEPP, em média, em 7,5 mil milhões de euros por mês. O Conselho do BCE pretende descontinuar os reinvestimentos no âmbito do PEPP no final de 2024.

Atividade económica

A economia da área do euro registou uma ligeira contração no terceiro trimestre de 2023, devido sobretudo a uma diminuição das existências. É provável que as condições de financiamento mais restritivas e a procura externa fraca continuem a afetar a atividade económica no curto prazo. As perspetivas são especialmente fracas para a construção e a indústria transformadora, os dois setores mais afetados pelas taxas de juro mais elevadas. A atividade no setor dos serviços também deverá abrandar nos próximos meses. Tal deve-se a repercussões decorrentes da atividade industrial mais fraca, ao desvanecimento dos efeitos da reabertura da economia e ao impacto generalizado das condições de financiamento mais restritivas.

O mercado de trabalho continua a apoiar a economia. A taxa de desemprego situou-se em 6,5% em outubro e o emprego registou um crescimento de 0,2% durante o terceiro trimestre. Paralelamente, a economia mais fraca está a refrear a procura de trabalhadores, tendo as empresas publicado menos ofertas de postos de trabalho nos últimos meses. Acresce que, apesar de haver mais pessoas empregadas, o total de horas trabalhadas diminuiu 0,1% no terceiro trimestre.

De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2023, os indicadores de curto prazo disponíveis sugerem que a atividade económica permanecerá fraca no quarto trimestre de 2023. Porém, o crescimento deverá fortalecer-se a partir do início de 2024, à medida que o rendimento disponível real aumenta – apoiado pela descida da inflação, pelo crescimento robusto dos salários e pela resiliência do emprego – e o crescimento das exportações acompanha a melhoria da procura externa. O impacto da maior restritividade da política monetária do BCE e as condições de concessão de crédito adversas continuam a repercutir-se na economia, afetando as perspetivas de crescimento no curto prazo. Espera-se que estes efeitos atenuantes se desvançam mais adiante no horizonte de projeção, apoiando o crescimento. De um modo geral, o crescimento real médio anual do PIB deverá abrandar de 3,4% em 2022 para 0,6% em 2023, recuperando depois para 0,8% em 2024 e estabilizando em 1,5% em 2025 e 2026.

Em comparação com as projeções de setembro de 2023, as perspetivas de crescimento do PIB foram revistas ligeiramente em baixa para 2023 e 2024, na sequência de dados recentemente disponibilizados e da fragilidade dos dados de inquéritos, mantendo-se, porém, inalteradas para 2025.

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 política monetária ainda mais restritiva. 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. Reformas estruturais e investimentos para aumentar a capacidade de oferta da área do euro – que seriam apoiados 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 as transições ecológica e digital. Para o efeito, é importante chegar rapidamente a acordo no que se refere à reforma do quadro de governação económica da UE. Além disso, é imperativo acelerar o progresso no sentido da união dos mercados de capitais e da conclusão da união bancária.

Inflação

A inflação registou uma queda em outubro e novembro de 2023, tendo baixado para uma taxa homóloga de 2,4% em novembro, de acordo com a estimativa provisória do Eurostat. Esta queda foi generalizada. A inflação dos preços dos produtos energéticos registou nova descida e a inflação dos preços dos produtos alimentares também, permanecendo, no entanto, relativamente elevada de um modo geral. Em dezembro de 2023, esperava-se que a inflação subisse, devido a um efeito de base em sentido ascendente para os custos dos produtos energéticos. Os especialistas do Eurosistema preveem que a inflação descenderá de forma mais lenta em 2024, devido a novos efeitos de base em sentido ascendente e à descontinuação de anteriores medidas orçamentais destinadas a limitar as repercussões do choque sobre os preços dos produtos energéticos.

A inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares registou uma descida de quase 1 ponto percentual em outubro e novembro de 2023, tendo baixado para 3,6% em novembro. Esta queda reflete a melhoria das condições nos abastecimentos, o desvanecimento dos efeitos do anterior choque energético e o impacto da política monetária mais restritiva na procura e no poder de fixação de preços das empresas. As taxas de inflação dos preços dos bens e dos serviços baixaram para, respetivamente, 2,9% e 4,0%.

Todas as medidas da inflação subjacente descenderam em outubro, mas as pressões internas sobre os preços permaneceram elevadas, principalmente devido a um forte crescimento dos salários, a par de uma queda da produtividade. As medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo situam-se, na maioria, em torno de 2%, tendo alguns indicadores da compensação pela inflação baseados no mercado descido de níveis elevados.

De acordo com as projeções de dezembro de 2023, não obstante a retoma temporária esperada da inflação, o processo desinflacionista subjacente deverá prosseguir. Apesar de algum arrefecimento, projeta-se que o mercado de trabalho permaneça restritivo, o que, aliado a efeitos de compensação pela inflação elevada no passado, deverá manter o crescimento dos salários nominais alto. Espera-se, contudo, que o crescimento dos salários abrande ao longo do horizonte de projeção, face a um desvanecimento gradual dos efeitos em sentido ascendente da compensação pela inflação. Os lucros aumentaram consideravelmente em 2022, mas deverão enfraquecer durante o horizonte de projeção e amortecer a transmissão dos custos do trabalho. Em geral, dado que se avalia que as expectativas de inflação a médio prazo permanecerão ancoradas no objetivo de inflação de 2% do BCE, a inflação medida pelo IHPC global deverá diminuir de 5,4% em 2023 para, em média, 2,7% em 2024, 2,1% em 2025 e 1,9% em 2026. Em comparação com as projeções de setembro de 2023, a inflação medida pelo IHPC foi revista em baixa para 2023 e 2024, devido sobretudo a resultados recentes inferiores ao esperado e a pressupostos mais reduzidos para os preços das matérias-primas energéticas, mas permanece inalterada para 2025.

Análise dos riscos

Os riscos para o crescimento económico permanecem enviesados em sentido descendente. O crescimento poderá ser menor se os efeitos da política monetária se revelarem mais fortes do que o esperado. Uma economia mundial mais fraca ou um novo abrandamento do comércio mundial também pesariam sobre o crescimento da área do euro. A guerra injustificada da Rússia contra a Ucrânia e o trágico conflito no Médio Oriente são importantes fontes de risco geopolítico. Esta conjuntura poderá tornar as empresas e as famílias menos confiantes em relação ao futuro. O crescimento poderá ser mais elevado, se a subida dos rendimentos reais aumentar a despesa mais do que o previsto ou se o crescimento da economia mundial for mais forte do que o esperado.

Os riscos em alta para a inflação incluem as tensões geopolíticas acrescidas, que podem resultar num aumento dos preços dos produtos energéticos no curto prazo, e fenómenos meteorológicos extremos, que podem fazer subir os preços dos produtos alimentares. A inflação também poderá ser mais elevada do que o previsto, se as expectativas inflacionistas ultrapassarem o objetivo de inflação do Conselho do BCE, ou se os salários ou as margens de lucro aumentarem mais do que o esperado. Em contrapartida, a inflação poderá surpreender em baixa se a política monetária atenuar a procura mais do que o esperado ou se a conjuntura económica no resto do mundo se deteriorar de forma inesperada, potencialmente devido, em parte, ao recente aumento dos riscos geopolíticos.

Condições monetárias e financeiras

As taxas de juro de mercado diminuíram acentuadamente desde a reunião de política monetária do Conselho do BCE de 26 de outubro de 2023 e situam-se abaixo das taxas subjacentes às projeções dos especialistas. A política monetária

restritiva do Conselho do BCE continua a ser transmitida de forma vigorosa às condições de financiamento em geral. As taxas ativas subiram de novo em outubro, situando-se em 5,3% para empréstimos a empresas e 3,9% para o crédito à habitação.

As taxas passivas mais elevadas, a fraca procura de crédito e a oferta mais restrita de empréstimos enfraqueceram ainda mais a dinâmica do crédito. O crescimento dos empréstimos às empresas diminuiu a uma taxa homóloga de 0,3% em outubro e os empréstimos às famílias também permaneceram fracos, apresentando uma taxa de crescimento homóloga de 0,6%. Com um crédito mais fraco e a redução do balanço do Eurosistema, a moeda em sentido lato – medida pelo agregado monetário largo M3 – continuou a contrair-se. Em outubro, diminuiu a uma taxa homóloga de 1,0%.

Em conformidade com a sua estratégia de política monetária, o Conselho do BCE procedeu a uma análise exaustiva das ligações entre a política monetária e a estabilidade financeira. Os bancos da área do euro demonstraram a sua resiliência. Apresentam rácios de capital elevados e tornaram-se significativamente mais rentáveis no último ano. Todavia, as perspetivas para a estabilidade financeira permanecem frágeis no atual contexto de aumento da restritividade das condições de financiamento, fraco crescimento e tensões geopolíticas. Em particular, a situação poderá agravar-se se os custos de financiamento dos bancos aumentarem mais do que o esperado e se mais mutuários tiverem dificuldades em reembolsar os empréstimos. Ao mesmo tempo, o impacto geral de tal cenário na economia seria contido, se os mercados financeiros reagissem de forma ordenada. A política macroprudencial permanece a primeira linha de defesa contra a acumulação de vulnerabilidades financeiras, e as medidas vigentes contribuem para preservar a resiliência do sistema financeiro.

Decisões de política monetária

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 permanecem inalteradas em 4,50%, 4,75% e 4,00%, respetivamente.

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.

Durante o primeiro semestre de 2024, o Conselho do BCE pretende continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos ao abrigo do PEPP. No segundo semestre do ano, tenciona reduzir a carteira do PEPP, em média, em 7,5 mil milhões de euros por mês. O Conselho do BCE pretende descontinuar os reinvestimentos no âmbito do PEPP no final de 2024.

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

O Conselho do BCE decidiu na reunião de 14 de dezembro de 2023 manter as três taxas de juro diretoras inalteradas. O Conselho do BCE está determinado a assegurar o retorno atempado da inflação ao seu objetivo de médio prazo de 2%. Com base na sua atual avaliação, o Conselho do BCE considera que as taxas de juro estão em 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 do BCE serão fixadas em níveis suficientemente restritivos durante o tempo que for necessário para garantir esse retorno atempado. O Conselho do BCE continuará a seguir uma abordagem dependente dos dados na determinação do nível e da duração adequados da restritividade.

O Conselho do BCE tenciona reduzir a carteira do PEPP ao longo do segundo semestre de 2024 e descontinuar os reinvestimentos no âmbito do PEPP no final de 2024.

De qualquer forma, o Conselho do BCE está preparado para ajustar todos os instrumentos ao seu dispor, 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.

Estima-se que a economia mundial tenha registado uma expansão moderada, mas constante, em 2023, refletindo o forte consumo privado e o apoio de mercados de trabalho resilientes. Projeta-se que o crescimento mundial diminua ligeiramente em 2024, refletindo sobretudo o impacto de um aumento da restritividade da política monetária nas economias avançadas. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2023 elaboradas por especialistas do BCE, as perspectivas para o crescimento mundial nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema permanecem globalmente inalteradas, continuando a projetar-se uma expansão da economia mundial a um ritmo inferior à média histórica ao longo do horizonte de projeção. Após um fraco desempenho registado em 2023, 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 setembro, tanto o crescimento das importações mundiais como o crescimento da procura externa da área do euro foram revistos em alta para 2023, devido, em grande medida, a resultados melhores do que o estimado no segundo e terceiro trimestres. Todavia, o crescimento da procura externa no resto do horizonte de projeção foi revisto em baixa em comparação com as projeções de setembro. Estima-se que o crescimento dos preços das exportações dos concorrentes da área do euro (nas moedas nacionais) tenha caído acentuadamente no segundo trimestre de 2023, devido à continuação da queda dos preços das matérias-primas e ao abrandamento das pressões acumuladas a nível interno e externo. Projeta-se que estes recuperem gradualmente e convirjam no sentido da sua taxa de crescimento média de longo prazo ao longo do horizonte de projeção.

Em 2023, o crescimento económico mundial foi moderado, mas estável, num contexto de forte consumo privado e de mercados de trabalho resilientes.

A atividade económica mundial tem sido sustentada pelas economias de mercado emergentes, incluindo a China, e, entre as economias avançadas, pelos Estados Unidos². Uma procura interna sólida e um mercado de trabalho forte nos Estados Unidos resultaram num crescimento robusto apesar do significativo aumento da restritividade da política monetária. Na China, o levantamento das restrições relacionadas com o coronavírus (COVID-19) no início do ano e uma recuperação mais generalizada do consumo privado compensaram a fraqueza do setor residencial. Os dados mais recentes apresentam sinais heterogéneos nas grandes economias. Embora o crescimento do PIB real se tenha fortalecido na China e nos Estados Unidos no terceiro trimestre, manteve-se inalterado no Reino Unido e registou uma contração no Japão em resultado de uma inflação elevada a pesar sobre a atividade e o consumo em ambos os países. Espera-se que o PIB real mundial desacelere ligeiramente no quarto trimestre, à medida que se dissipam os fatores favoráveis anteriores, o que está em consonância com o mais recente Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto. Após uma descida durante seis meses consecutivos, o IGC compósito estabilizou, em termos

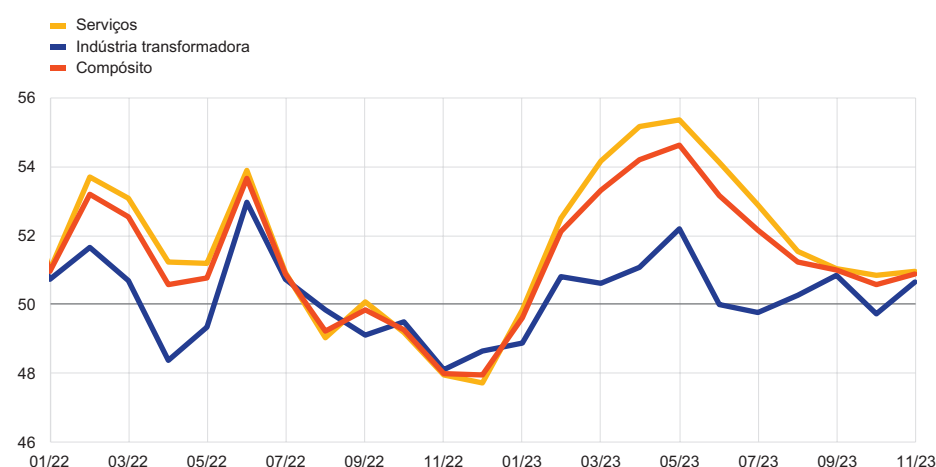
² Dado que esta secção se centra na evolução da conjuntura mundial, todas as referências a indicadores económicos agregados mundiais e/ou globais excluem a área do euro.

globais, em novembro, mantendo-se em terreno expansionista. Entre setores, os dados do IGC sugerem que a atividade na indústria transformadora permanece moderada, com o índice ainda a oscilar em torno do limiar neutro. Ao mesmo tempo, o dinamismo do crescimento pós-COVID-19 parece estar a desvanecer-se nos serviços, com o IGC relacionado a diminuir de forma constante durante o segundo semestre do ano, antes de estabilizar ligeiramente acima do limiar neutro em novembro (gráfico 1).

Gráfico 1

IGC mundial do produto (excluindo a área do euro)

(Índices de difusão)



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

Projeta-se uma expansão da economia mundial a um ritmo inferior à média histórica ao longo do horizonte de projeção.

Projeta-se que o crescimento mundial abrande ligeiramente em 2024 (3,1% face a 3,3% em 2023), o que reflete sobretudo o impacto desfasado do aumento da restritividade da política monetária nas economias avançadas. Ao mesmo tempo, as perspectivas de crescimento nas economias avançadas foram reavaliadas. Nos Estados Unidos, o crescimento do PIB real foi revisto em alta, com a resiliência económica recente a sugerir uma “aterragem mais suave” e um processo desinflationista mais harmonioso. Quanto ao Reino Unido, espera-se que a economia evite uma recessão, mas o crescimento foi revisto em baixa em 2024 e 2025, a fim de refletir os dados mais fracos e o impacto do aumento da restritividade da política monetária num contexto de inflação elevada. As perspectivas de crescimento permanecem, em geral, inalteradas para a China e as economias emergentes da Ásia. Na China, projeta-se que o crescimento económico diminua gradualmente ao longo do horizonte de projeção, devido a fatores estruturais, tais como o envelhecimento da população. Prevê-se que a economia mundial continue a crescer a uma taxa de 3,2% tanto em 2025 como em 2026, que continua a ser inferior à média histórica de 3,6% do período de 2012-2019. Em comparação com as projeções de setembro de 2023, o crescimento do PIB real mundial foi revisto em alta em 0,1 pontos percentuais tanto para 2023 como para 2024.

À medida que os padrões de consumo regressarem à normalidade após a pandemia, o crescimento do comércio mundial deverá permanecer fraco em 2023 e recuperar posteriormente.

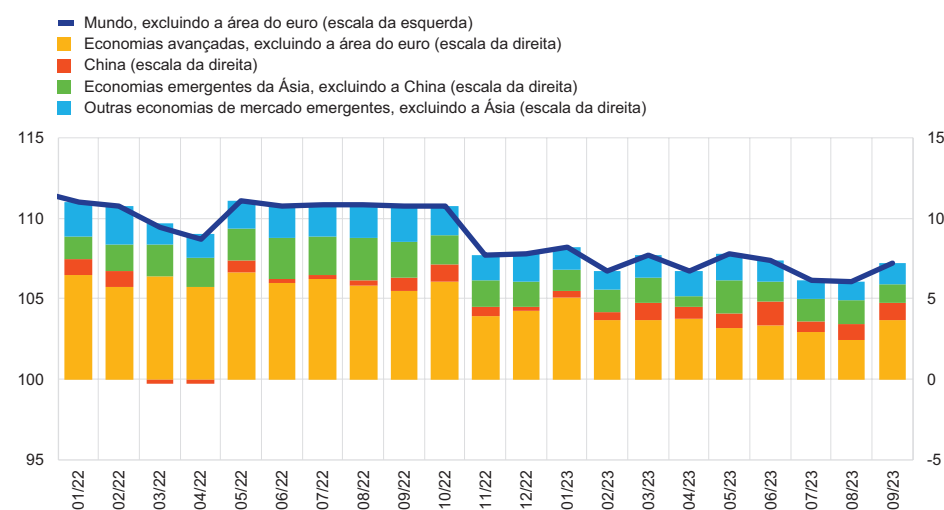
Estima-se que o crescimento anual do comércio em 2023 se situe em 1,1%, devido a um efeito de repercussão negativo, embora já tenha revelado sinais de melhoria no segundo trimestre de 2023. O fraco desempenho do comércio em termos anuais é explicado pelo facto de o crescimento mundial ter uma composição menos favorável ao comércio pelo facto de o consumo constituir uma percentagem maior da procura interna e ser o maior contributo dos países emergentes, que têm uma menor elasticidade do comércio. O crescimento do comércio este ano foi também dificultado pela retoma do consumo de serviços devido ao levantamento total das restrições relacionadas com a COVID-19.

Ao longo do horizonte de projeção, projeta-se que o comércio mundial recupere gradualmente e comece a registar um maior crescimento em linha com a atividade mundial, à medida que as empresas começam a reconstituir as existências e os padrões de consumo privado voltam-se para os bens. Tal está em consonância com os dados mais recentes relativos ao comércio mundial de mercadorias, que voltaram a registar um crescimento positivo em setembro, após terem permanecido praticamente inalterados nos dois meses anteriores (gráfico 2). Projeta-se que o comércio mundial cresça 3,0% em 2024 e 2025 e 3,2% em 2026, uma revisão em baixa em comparação com as projeções de setembro (-0,2 pontos percentuais em 2024 e -0,3 pontos percentuais em 2025), refletindo a reavaliação da velocidade à qual se considera que a elasticidade do comércio mundial regressará ao seu valor esperado de longo prazo. Projeta-se que a procura externa da área do euro registe um crescimento de 2,6% em 2024, 2,9% em 2025 e 3,1% em 2026, tendo também sido revista em baixa em comparação com a anterior ronda de projeções, tanto em 2024 como em 2025 (em -0,4 e -0,1 pontos percentuais, respetivamente).

Gráfico 2

Crescimento das importações mundiais de bens (excluindo a área do euro)

(contributos do índice; dezembro de 2019 = 100)



Fontes: CPB e cálculos de especialistas do BCE.

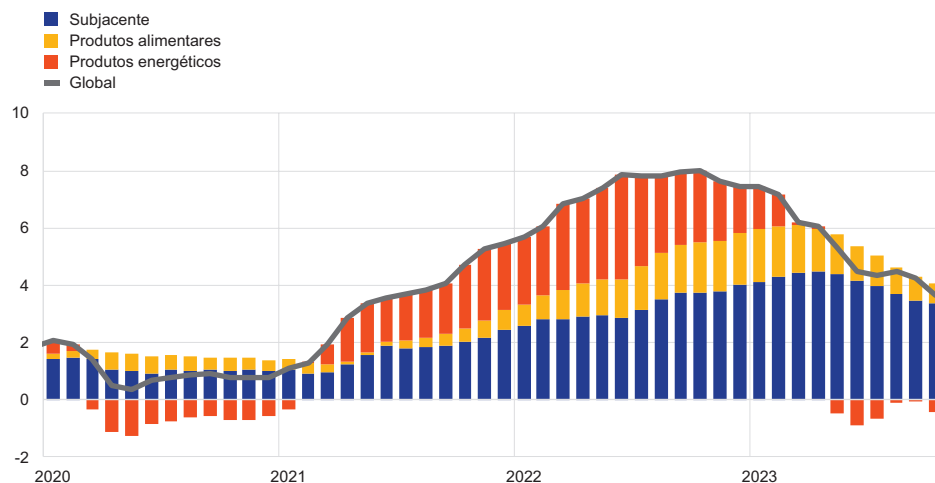
Nota: As últimas observações referem-se a setembro de 2023.

A inflação global medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) a nível mundial mantém-se numa trajetória descendente, apoiada por preços mais baixos dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, embora a inflação subjacente permaneça elevada. A inflação global medida pelo IPC nos países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) diminuiu em outubro para 5,6% (face a 6,2% em setembro), refletindo uma queda do contributo das componentes dos produtos energéticos e, em menor medida, dos produtos alimentares. A inflação subjacente (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) diminuiu menos para 6,5% (face a 6,6% em setembro). A inflação homóloga continua a ser muito elevada na Turquia, embora tenha registado uma ligeira moderação em outubro para 72% (face a 75% em setembro). Excluindo a Turquia, a inflação global desceu para 3,6% face a 4,2% em setembro e a inflação subjacente diminuiu de 4,4% para 4,2% (gráfico 3). Estima-se que os preços das exportações dos concorrentes da área do euro tenham baixado para valores inferiores à sua taxa média de longo prazo no segundo trimestre de 2023, devido à continuação da queda dos preços das matérias-primas e ao abrandamento das pressões acumuladas a nível interno e externo. Projeta-se que recuperem na viragem do ano, à medida que a descida dos preços das matérias-primas constitua um menor entrave.

Gráfico 3

Inflação dos preços no consumidor nos países da OCDE

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



Fontes: OCDE e cálculos do BCE.

Notas: O agregado da OCDE exclui a Turquia e é calculado utilizando ponderações anuais do índice de preços no consumidor da OCDE. A inflação subjacente refere-se à inflação para todas as rubricas excluindo produtos alimentares e produtos energéticos. As últimas observações referem-se a outubro de 2023.

Os preços do petróleo bruto diminuíram desde as projeções de setembro de 2023, num contexto de enfraquecimento da procura mundial. De acordo com a Agência Internacional de Energia, a procura de petróleo na Europa enfraqueceu cerca de 0,8 milhões de barris por dia durante o terceiro trimestre, enquanto a procura de petróleo nos Estados Unidos começou também a diminuir mais recentemente. O enfraquecimento da procura nas economias avançadas ultrapassou as pressões em sentido ascendente sobre os preços resultantes da continuação da forte procura de petróleo por parte da China, a decisão do grupo

dos principais produtores de petróleo da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP+) de prolongar os cortes voluntários na produção até ao primeiro trimestre de 2024 e de os aumentar em mais 0,9% da oferta mundial, e os riscos de abastecimento resultantes do conflito no Médio Oriente. Os preços do gás na Europa também diminuíram, uma vez que a procura permaneceu abaixo das médias históricas no início da época de aquecimento. Os recentes riscos de abastecimento decorrentes do encerramento de uma jazida de gás israelita, as perturbações no gasoduto entre a Finlândia e a Estónia e a possibilidade de mais greves em terminais de gás natural liquefeito na Austrália foram também resolvidos e excluídos pelos mercados financeiros. No entanto, não se pode excluir por completo uma maior volatilidade no mercado do gás, uma vez que os preços permanecem sensíveis a choques de abastecimento semelhantes aos registados ao longo de 2023.

Em comparação com as projeções de setembro de 2023, as condições financeiras mundiais flutuaram, mas, em última análise, tornaram-se ligeiramente menos restritivas nas economias avançadas. No início do período em análise (de 14 de setembro a 13 de dezembro de 2023), tornaram-se consideravelmente mais restritivas nas economias avançadas, à medida que as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo aumentavam, sobretudo em resultado de uma maior compensação pelo risco, devido à maior incerteza quanto às taxas de juro de curto prazo no futuro. Contudo, esta maior restritividade foi mais do que invertida depois de a inflação se ter situado ligeiramente abaixo das expectativas em várias jurisdições, enquanto alguns bancos centrais também atenuaram a sua comunicação sobre a eventual necessidade de aumentos adicionais das taxas de juro. Nos Estados Unidos, as expectativas de mercado de que a inflação iria abrandar ainda mais num contexto de crescimento resiliente, mas em abrandamento, impulsionaram uma deslocação em sentido descendente das expectativas de política monetária e sustentaram o sentimento de risco. Em geral, o preço dos ativos de maior risco acompanhou as flutuações das taxas de juro para terminar o período ligeiramente mais elevado.

O crescimento económico nos Estados Unidos em 2023 tem sido mais resiliente do que o anteriormente previsto, mas deverá registar uma moderação no curto prazo, à medida que o aumento da restritividade da política monetária restringe a despesa e se regista uma menor restritividade do mercado de trabalho. O PIB real no terceiro trimestre de 2023 cresceu 1,3% em termos trimestrais em cadeia (5,2% numa base anualizada) em resultado do dinamismo do consumo privado, da recuperação do investimento privado em existências e da forte despesa pública. Os indicadores de elevada frequência, como a despesa com cartões de crédito e as vendas a retalho, sugerem uma desaceleração das despesas de consumo no quarto trimestre. Além disso, a retoma dos reembolsos de empréstimos a estudantes em outubro e a redução acentuada da poupança em excesso exercerão uma pressão adicional nos balanços das famílias. Prevê-se que o crescimento económico recupere a partir do segundo semestre de 2024. Em outubro, a inflação global homóloga medida pelo IPC caiu para 3,2% (0,5 pontos percentuais abaixo do valor registado em setembro), devido principalmente à queda dos preços dos produtos energéticos, enquanto a inflação homóloga subjacente desceu ligeiramente para 4,0% (0,1 pontos percentuais abaixo do valor registado em setembro). Embora tenha caído desde o início deste ano,

a inflação dos preços dos serviços (excluindo a habitação) manteve-se elevada, situando-se ligeiramente abaixo de 4% em outubro, enquanto a inflação dos preços dos bens essenciais e dos serviços segue uma trajetória descendente.

Na China, os indicadores recentes apontam para uma estabilização da atividade económica apesar da fragilidade do setor imobiliário. No terceiro trimestre de 2023, o crescimento do PIB real recuperou para 1,3% em termos trimestrais em cadeia, acima das expectativas do mercado. Esta recuperação deveu-se principalmente às despesas de consumo mais fortes, enquanto a contração do investimento em imobiliário continuou a aprofundar-se, embora a um ritmo mais lento em comparação com meses anteriores. Os indicadores mensais relativos à produção industrial e às vendas a retalho consolidaram a sua recuperação em outubro. A despesa das famílias surpreendeu em alta em outubro, em particular com a compra de automóveis e viagens, coincidindo com a celebração chinesa da “Semana Dourada”. Ao mesmo tempo, a produção e o consumo de bens e serviços estreitamente relacionados com o mercado imobiliário continuaram a registar um crescimento moderado, sugerindo uma recuperação em curso a duas velocidades na economia chinesa. A inflação global homóloga medida pelo IPC regressou novamente a terreno negativo em outubro. A inflação global medida pelo IPC caiu 0,2% em termos homólogos, após ter permanecido inalterada em setembro. O abrandamento ficou a dever-se principalmente a uma descida mais acentuada dos preços dos produtos alimentares, devido a uma contração homóloga de 30,1% dos preços da carne de porco, os quais deverão continuar a diminuir devido a um excesso de oferta de carne de porco. É provável que a evolução dos preços dos produtos alimentares e a fraca procura interna e externa assegurem que as pressões inflacionistas permanecem moderadas.

No Japão, a recuperação económica estagnou no terceiro trimestre de 2023, mas o crescimento deverá regressar a terreno positivo no quarto trimestre do mesmo ano. O PIB real no terceiro trimestre de 2023 registou uma contração superior ao esperado, de 0,7% em termos trimestrais em cadeia, refletindo sobretudo o contributo negativo das existências e a fraca procura interna e, em certa medida, o impacto da inflação elevada sobre os rendimentos reais. O PIB real deverá regressar a um crescimento positivo, mas modesto, no quarto trimestre, num contexto de indícios de uma recuperação moderada dos níveis de consumo real. Tanto as taxas de inflação global como as taxas de inflação subjacente aumentaram em outubro, perante um dinamismo subjacente dos preços das empresas. A inflação global homóloga aumentou de 3,0% para 3,3%, refletindo sobretudo descidas homólogas mais baixas dos preços dos produtos energéticos, não obstante alguma moderação da inflação ainda elevada dos produtos alimentares. A inflação homóloga subjacente (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) situou-se em 2,7% em outubro (0,1 pontos percentuais acima do valor registado em setembro), espelhando uma ligeira subida da inflação dos bens subjacentes e da inflação dos serviços das empresas.

No Reino Unido, o anterior aumento da restritividade da política monetária está a afetar cada vez mais a despesa das famílias e o investimento privado. O crescimento económico real estabilizou no terceiro trimestre de 2023, com a procura interna mais fraca a compensar um contributo particularmente positivo

das exportações de serviços. O enfraquecimento da procura interna sugere que o aumento da reestruturabilidade da política monetária no passado está a afetar cada vez mais a economia. O fluxo de dados continua a ser variado, uma vez que as vendas a retalho diminuíram e o IGC compósito tem sido, de um modo geral, moderado (embora tenha regressado acima do limiar neutro em novembro), enquanto outras medidas da confiança nas empresas têm vindo a melhorar há muito e o rendimento real das famílias está a aumentar. A atividade deverá permanecer modesta nos próximos trimestres, num contexto de política orçamental e monetária restritiva. Espera-se que recupere perto do final do ano, apoiada pela recuperação em curso dos salários reais. A inflação global homologa medida pelo IPC desceu acentuadamente em outubro, para 4,6%, face a 6,7% em setembro, à medida que o contributo dos preços dos produtos energéticos se tornou negativo. A inflação subjacente desceu para 5,7% face a 6,1% em setembro, refletindo uma queda da inflação dos bens essenciais e dos serviços. No entanto, espera-se que a inflação diminua de forma mais gradual, uma vez que a inflação dos serviços deverá manter-se elevada num contexto de crescimento ainda elevado dos salários.

A economia da área do euro registou novo enfraquecimento no segundo semestre de 2023, à medida que a confiança moderada, anteriores perdas de competitividade, tensões geopolíticas renovadas e condições de financiamento mais restritivas pesavam sobre a atividade. Após um crescimento apenas residual no primeiro semestre, o PIB real registou uma ligeira contração no terceiro trimestre, devido sobretudo a uma diminuição das existências. A nível setorial, a produção industrial tem-se situado em níveis contracionistas desde o quarto trimestre de 2022 – apesar de algum apoio na indústria transformadora pela vazão de anteriores encomendas em atraso – enquanto a atividade no setor dos serviços continuou a contribuir de forma positiva para o crescimento até ao terceiro trimestre. Entretanto, o emprego voltou a expandir-se no terceiro trimestre, embora o total de horas trabalhadas tenha descido ligeiramente, num contexto de acumulação persistente de mão de obra. Os dados que têm vindo a ser disponibilizados para o quarto trimestre de 2023 sugerem que o crescimento deverá permanecer fraco, ao passo que o mercado de trabalho deverá abrandar. Espera-se que o dinamismo do crescimento comece a aumentar no início de 2024, se não ocorrerem novos choques, e não obstante a persistência de condições de financiamento adversas sobre a atividade, as quais, no entanto, se deverão desvanecer com o tempo. Além disso, a descida da inflação deverá ajudar a aumentar os rendimentos reais e espera-se que o crescimento das exportações recupere o atraso em relação às melhorias registadas na procura externa.

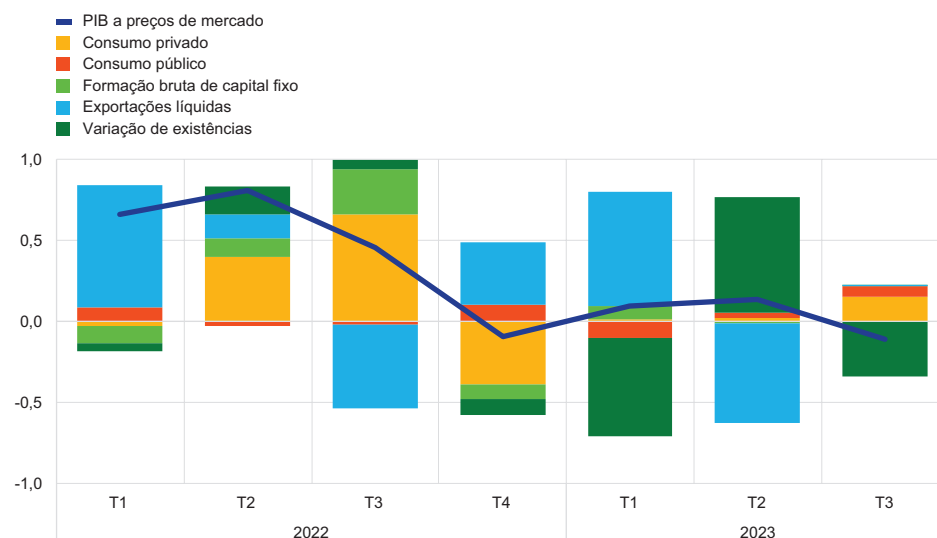
Estas perspetivas encontram-se globalmente refletidas nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, as quais indicam que o crescimento do PIB real anual abrandará para 0,6% em 2023, recuperando depois para 0,8% em 2024 e aumentando para 1,5% em 2025 e 2026. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas ligeiramente em baixa para 2023 e 2024, mas mantêm-se inalteradas para 2025.

A economia da área do euro registou uma ligeira contração no terceiro trimestre de 2023. O PIB real caiu 0,1% em termos trimestrais em cadeia no terceiro trimestre, à medida que a variação de existências – refletindo, em parte, o desvanecimento da forte acumulação de existências no segundo trimestre – retardou o crescimento (gráfico 4). Após dois trimestres de estagnação, o consumo privado cresceu moderadamente no terceiro trimestre, tendo o consumo público também contribuído de forma positiva para o crescimento do PIB, embora em menor grau. O contributo marginalmente positivo do investimento oculta um claro contraste entre a continuação da contração do investimento em construção e um crescimento ainda positivo do investimento em outros setores exceto construção. Os contributos das exportações e das importações compensam-se, em grande medida, entre si. A desagregação do valor acrescentado sublinha as atuais divergências entre setores até ao terceiro trimestre, com um crescimento modesto da atividade no setor dos serviços, enquanto todos os outros setores, em particular a indústria transformadora, registaram uma diminuição.

Gráfico 4

PIB real da área do euro e respetivas componentes

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

A atividade deverá permanecer fraca no último trimestre de 2023. Os dados da produção industrial para outubro sugerem uma contração em curso do produto na indústria transformadora no quarto trimestre. Os dados de inquéritos que têm vindo a ser disponibilizados – disponíveis para o período até novembro – apontam para um enfraquecimento mais generalizado da atividade no quarto trimestre. Tal reflete quer a continuação do enfraquecimento da atividade na indústria transformadora quer uma maior desaceleração nos serviços, que anteriormente tinham mostrado resiliência. O IGC compósito do produto continuou a cair para níveis ainda mais abaixo do limiar de crescimento de 50 e abaixo da sua média do terceiro trimestre, apesar de um ligeiro aumento em novembro em relação à leitura de outubro, o que poderá sugerir que a tendência negativa atingiu o seu nível mínimo. O IGC do produto na indústria transformadora mantém-se em níveis profundamente contracionistas, uma vez que o anterior apoio dado pela melhoria das condições nas cadeias de oferta parece ter-se esgotado e o trabalho acumulado está a terminar, enquanto as novas encomendas continuam a registar uma contração (gráfico 5, painel a). O enfraquecimento da atividade também é evidente – embora menos pronunciado – no setor dos serviços, onde os indicadores do IGC tanto para a atividade empresarial como para as novas operações se mantiveram abaixo do limiar de crescimento desde agosto (gráfico 5, painel b). O Indicador de Sentimento Económico da Comissão Europeia voltou a cair ligeiramente para um nível ainda mais abaixo da sua média do terceiro trimestre em outubro e novembro, refletindo a menor confiança dos consumidores e das empresas, embora existam alguns sinais preliminares de que o enfraquecimento da confiança tenha atingido o seu nível mínimo em novembro. Ao mesmo tempo, as empresas no setor dos serviços e, em particular, na indústria transformadora

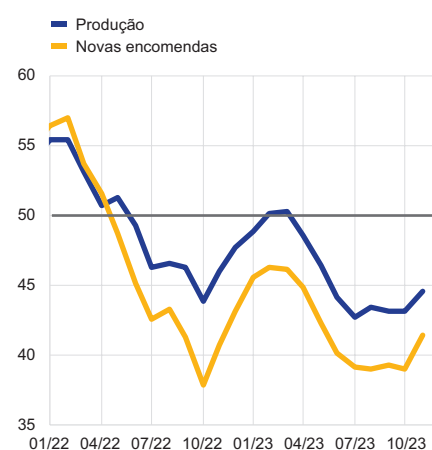
reportaram uma procura mais fraca e condições de financiamento mais restritivas como limites crescentes à produção no quarto trimestre do ano³.

Gráfico 5

Indicadores do IGC entre setores da economia

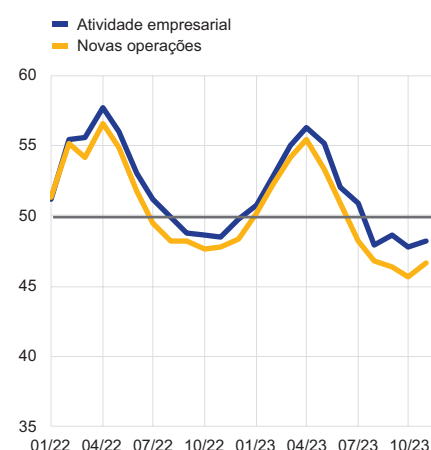
a) Indústria transformadora

(índices de difusão)



b) Serviços

(índices de difusão)



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

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

De um modo geral, o mercado de trabalho permaneceu resiliente ao enfraquecimento da atividade económica no terceiro trimestre de 2023.

O emprego aumentou 0,2% no terceiro trimestre, enquanto o total de horas trabalhadas diminuiu 0,1% (gráfico 6, painel a). O emprego aumentou 3,5% desde o quarto trimestre de 2019, enquanto o total de horas trabalhadas aumentou 2,1%. Tal implica uma descida de 1,3% da média de horas trabalhadas 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, como um aumento de baixas por doença. A população ativa registou um novo aumento, de 0,1% no terceiro trimestre de 2023, seguido de 0,2% em outubro. Estima-se que tenha aumentado em cerca de 1,5 milhões de pessoas desde dezembro de 2022. A taxa de desemprego situou-se em 6,5% em outubro, mantendo-se globalmente inalterada face a setembro e permanecendo próximo do seu nível mais baixo desde a introdução do euro. A procura de mão de obra está a diminuir gradualmente, mas mantém-se em níveis elevados, com a taxa de postos de trabalho por preencher a cair ligeiramente para 2,9%, ou seja, 0,1 pontos percentuais abaixo do valor registado no trimestre anterior.

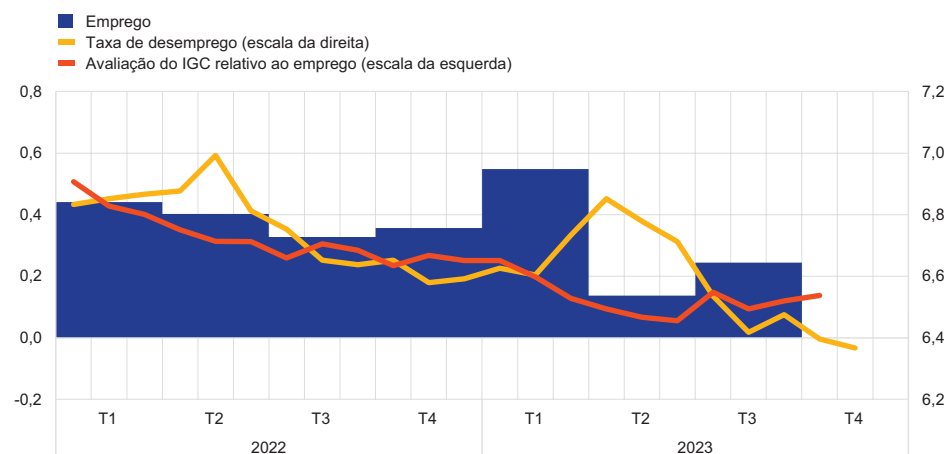
³ Ver igualmente a caixa intitulada “A política monetária e o abrandamento recente na indústria transformadora e nos serviços” na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico 6

Emprego, avaliação do IGC relativo ao emprego e taxa de desemprego na área do euro, e IGC do emprego por setor

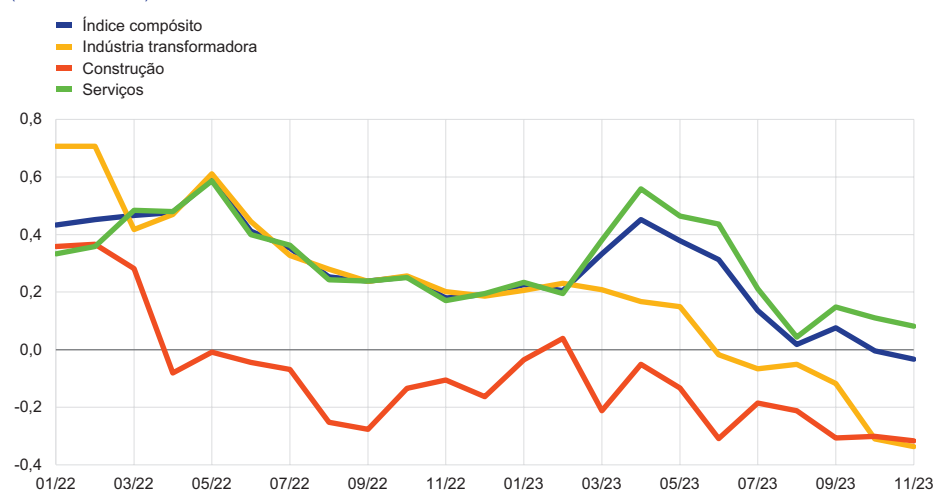
a) Emprego, avaliação do IGC relativo ao emprego e taxa de desemprego

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



b) IGC do emprego por setor

(índices de difusão)



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

Notas: No painel a), as duas linhas indicam a evolução mensal, enquanto as barras representam os dados trimestrais. O IGC é expresso num desvio face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2023 para o emprego, a novembro de 2023 para a avaliação do IGC relativo ao emprego e a outubro de 2023 para a taxa de desemprego. No painel b), os IGC são expressos num desvio face a 50 divididos por 10.

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

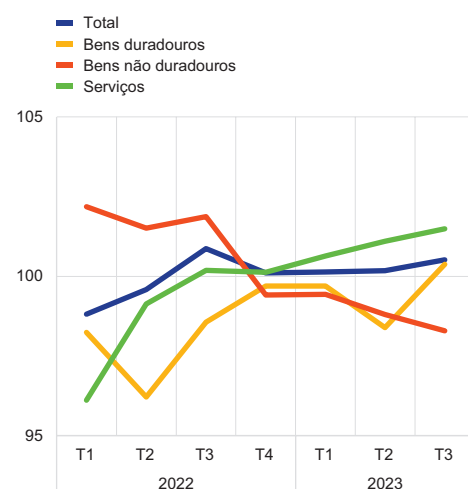
O indicador mensal do IGC composto relativo ao emprego desceu de 50,0 em outubro para 49,7 em novembro; um valor inferior ao limiar de 50 indica uma diminuição do emprego. Este indicador registou uma descida substancial face ao pico de 54,5 observado em abril. A recente queda foi generalizada a todos os setores (gráfico 6, painel b). Os IGC por setor indicam riscos em sentido descendente para o crescimento do emprego na indústria transformadora e na construção, onde os índices se situam abaixo de 50. Embora ainda em terreno ligeiramente expansionista, o indicador do IGC relativo aos serviços também diminuiu, situando-se agora próximo do limiar de 50.

O consumo privado aumentou 0,3% no terceiro trimestre de 2023, após uma estagnação no primeiro semestre (gráfico 7, painel a). O aumento no terceiro trimestre ficou a dever-se, em larga medida, ao consumo de serviços pelas famílias, que ainda beneficia de efeitos de reabertura remanescentes. Após uma queda substancial no segundo trimestre, a despesa em bens duradouros recuperou no terceiro trimestre, refletindo, em grande medida, entregas atrasadas de veículos elétricos e híbridos anteriormente adquiridos. Após uma forte recuperação, os novos registos de automóveis ligeiros de passageiros desceram ligeiramente em outubro, situando-se 0,8% abaixo do nível observado no terceiro trimestre. Pelo contrário, as despesas em bens não duradouros (e semiduradouros) continuaram a diminuir no terceiro trimestre. Tal refletiu-se no atual enfraquecimento dos volumes de vendas a retalho, que, apesar de terem aumentado ligeiramente em outubro em comparação com o mês anterior, se situaram 0,2% abaixo da respetiva média registada no terceiro trimestre.

Gráfico 7
Consumo privado real e expetativas

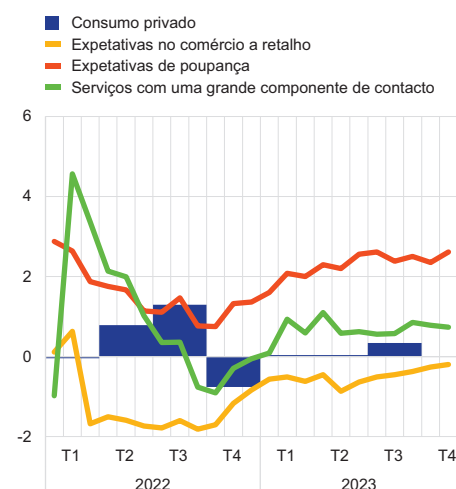
a) Consumo privado e componentes

(índices: quarto trimestre de 2019 = 100)



b) Consumo privado e expetativas no comércio a retalho, de poupança e nos serviços

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%); saldos harmonizados em percentagem)



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: No painel a), os níveis das componentes de consumo (conceito doméstico) são redimensionados para se equipararem ao nível do consumo privado total (conceito nacional). "Bens não duradouros" inclui bens semiduradouros. No painel b), as expetativas de poupança para os 12 meses seguintes e as expetativas das empresas no comércio a retalho para os três meses seguintes são harmonizadas no período de 1985 a 2019. A procura esperada de serviços com uma grande componente de contacto nos três meses seguintes é harmonizada no período de 2005 a 2019 (em linha com a respetiva duração de cada série); os "Serviços com uma grande componente de contacto" referem-se a alojamento, viagens e serviços de restauração. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2023 para o painel a) e ao terceiro trimestre de 2023 e novembro de 2023 para o painel b).

Os dados dos inquéritos que têm vindo a ser disponibilizados continuam a apontar para um enfraquecimento global das despesas em bens na viragem do ano.

O indicador da Comissão Europeia relativo à confiança dos consumidores recuperou em novembro, após ter descido durante três meses consecutivos, mas continuou a situar-se abaixo da sua média de longo prazo. O resultado de novembro reflete a melhoria das expectativas quanto às perspetivas económicas gerais e à situação financeira das famílias. Ao mesmo tempo, os indicadores da Comissão relativos a grandes compras esperadas por parte dos consumidores e à atividade empresarial esperada do comércio a retalho mantiveram-se moderados, não obstante uma pequena melhoria nesta última (gráfico 7, painel b). Em contraste, não se registou uma forte correção em sentido descendente da procura esperada de serviços com uma grande componente de contacto, que se manteve resiliente em novembro e acima da sua média histórica. Do mesmo modo, o inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores realizado em outubro indica uma procura esperada de reservas de férias resiliente. A transmissão de condições de financiamento mais restritivas à economia real provavelmente reduzirá o endividamento das famílias, manterá as expectativas de poupança elevadas e preservará o crescimento das despesas de consumo moderado no curto prazo⁴. Ao mesmo tempo, as despesas de consumo deverão beneficiar da melhoria do poder de compra, em resultado da descida da inflação e de um mercado de trabalho ainda resiliente.

O investimento empresarial cresceu no terceiro trimestre de 2023, mas espera-se que registe uma contração no quarto trimestre

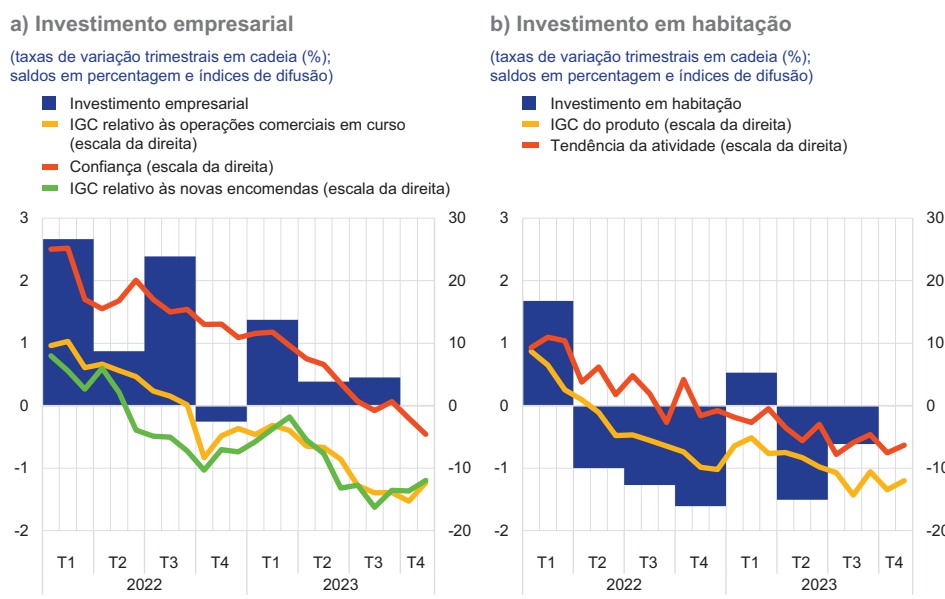
O investimento em outros setores exceto construção excluindo ativos intangíveis irlandeses cresceu 0,5%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2023, impulsionado por aumentos do investimento em ativos intangíveis e em maquinaria e equipamento (gráfico 8, painel a). No quarto trimestre, a continuação do enfraquecimento refletido no inquérito da Comissão Europeia à confiança e nos IGC do produto e relativo às novas encomendas sugere uma queda do investimento. As empresas também estão a ser afetadas pela respetiva margem financeira negativa e o apoio das encomendas em atraso continua a diminuir⁵. O inquérito da Comissão Europeia sobre os limites à produção de bens de investimento no quarto trimestre confirmou o enfraquecimento da procura, juntamente com um número cada vez menor de obstáculos provocados pela escassez de equipamento e de capacidade. Este último fator está em linha com uma diminuição da utilização da capacidade produtiva no conjunto da economia, o que sugere pouca necessidade de investimento para aumentar a capacidade produtiva no curto prazo. No entanto, espera-se que o investimento recupere gradualmente em 2024 e nos anos seguintes, com a retoma da procura, a diminuição da incerteza e à medida que o atual efeito atenuante da maior restritividade da política monetária e das condições de concessão de crédito adversas se desvanece no médio prazo. Além disso, a implementação do programa “NextGenerationEU” deverá atrair investimento privado.

⁴ As perspetivas moderadas para o consumo privado podem também refletir a avaliação pessimista por parte dos consumidores da recente evolução do rendimento real. Ver a caixa intitulada “Guia sobre a medição do rendimento das famílias” na presente edição do *Boletim Económico*.

⁵ Ver a caixa intitulada “Rendimento de juros líquido das famílias e das empresas” na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico 8

Dinâmica do investimento real e dados de inquéritos



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia, S&P Global Market Intelligence e cálculos do BCE.

Notas: As linhas indicam a evolução mensal, enquanto as barras se referem aos dados trimestrais. Os IGC são expressos num desvio face a 50. No painel a), o investimento empresarial é medido pelo investimento em outros setores exceto construção (excluindo ativos intangíveis na Irlanda). As linhas referem-se a respostas do setor de bens de investimento, sendo a confiança retirada do inquérito da Comissão Europeia. No painel b), as linhas referem-se ao setor de construção de edifícios. A "Tendência da atividade" refere-se à comparação desta com os três meses anteriores medida pelo inquérito da Comissão Europeia. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2023 para o investimento empresarial e em habitação e a novembro de 2023 no que respeita a todas as outras rubricas.

O investimento em habitação caiu novamente no terceiro trimestre de 2023 e é provável que continue a descer no futuro próximo.

O investimento em habitação diminuiu 0,6%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2023, após uma descida de 1,5% no segundo trimestre (gráfico 8, painel b). Os indicadores de curto prazo apontam para uma nova descida no quarto trimestre. Em outubro e novembro, o indicador da Comissão Europeia relativo à atividade de construção de edifícios nos últimos três meses caiu para um valor inferior à sua média do terceiro trimestre, e o IGC do produto no setor da habitação manteve-se bastante abaixo do limiar de não crescimento de 50. O sentimento relativo à habitação, medido pelo inquérito trimestral da Comissão Europeia sobre as intenções a curto prazo das famílias de renovar, comprar ou construir uma casa, também diminuiu ligeiramente no quarto trimestre de 2023. Do mesmo modo, de acordo com o inquérito sobre as expectativas dos consumidores, a perceção das famílias quanto à habitação como sendo um bom investimento diminuiu em outubro. As fracas perspetivas de curto prazo para o investimento em habitação estão em linha com a tendência descendente geralmente significativa das licenças de construção residencial, sendo causadas pelo considerável aumento da restritividade das condições financeiras que está a pesar sobre a procura de habitação. O endividamento das famílias para aquisição de habitação voltou a ser fraco em outubro, sugerindo que não se encontra ainda à vista uma recuperação da procura de habitação.

O crescimento das exportações manteve-se moderado no terceiro trimestre de 2023, refletindo uma fraca procura mundial, o impacto desfasado da apreciação do euro e preços elevados dos produtos energéticos. No terceiro trimestre, registou-se novamente um crescimento trimestral negativo dos volumes das exportações, à medida que o comércio mundial fraco atenuava a procura externa de bens da área do euro. Além disso, o impacto desfasado da apreciação do euro em termos ponderados pelo comércio, desde o final de 2022, enfraqueceu a competitividade da área do euro e os preços elevados dos produtos energéticos contribuíram igualmente para o enfraquecimento das exportações, em especial nos setores com utilização intensiva de produtos energéticos. A contração das importações de bens no terceiro trimestre esteve em linha com o enfraquecimento da procura interna e a diminuição das existências. Em resultado, o contributo do comércio líquido para o crescimento do PIB foi marginalmente positivo no terceiro trimestre. Em termos prospetivos, os indicadores baseados em inquéritos apontam para a continuação do enfraquecimento a curto prazo das exportações da área do euro, uma vez que as novas encomendas de exportações de bens transformados e de serviços se mantêm em níveis contracionistas.

Para além do curto prazo, espera-se que a atividade da área do euro registe uma recuperação gradual, apoiada por aumentos dos rendimentos reais, pela diminuição da pressão exercida por condições de financiamento adversas e pela melhoria da procura externa. Se não se registarem novos choques, espera-se que o crescimento do PIB registe um fortalecimento gradual, dado que o consumo é cada vez mais apoiado pela atenuação das pressões inflacionistas e pelo crescimento resiliente dos rendimentos do trabalho, em resultado da continuação do forte crescimento dos salários. Além disso, os efeitos atenuantes das recentes condições de financiamento adversas sobre o investimento desvanecerão e as melhorias na procura externa deverão apoiar uma recuperação do crescimento das exportações da área do euro.

As projeções de dezembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema apontam para um abrandamento do crescimento do PIB real anual para 0,6% em 2023, recuperando depois para 0,8% em 2024 e aumentando para 1,5% em 2025 e 2026. Em comparação com as projeções de setembro de 2023 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas ligeiramente em baixa para 2023 e 2024, mas mantêm-se inalteradas para 2025⁶.

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

A inflação global da área do euro situou-se em 2,4% em novembro de 2023, caindo de 2,9% em outubro, mas é provável que aumente de novo temporariamente no curto prazo devido a efeitos de base em sentido ascendente dos preços dos produtos energéticos. A inflação excluindo produtos energéticos e produtos alimentares caiu para 3,6% em novembro e todos os indicadores da inflação subjacente continuaram a descer em outubro. No entanto, as pressões internas sobre os preços permaneceram elevadas, principalmente devido ao forte crescimento dos custos unitários do trabalho. A maior parte das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo situa-se maioritariamente em torno de 2%, com alguns indicadores baseados no mercado de compensação pela inflação a descer de níveis elevados, sobretudo devido a prémios de risco de inflação mais baixos. As projeções macroeconómicas de dezembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que a inflação global diminua gradualmente, situando-se, em média, em 2,7% em 2024, 2,1% em 2025 e 1,9% em 2026.

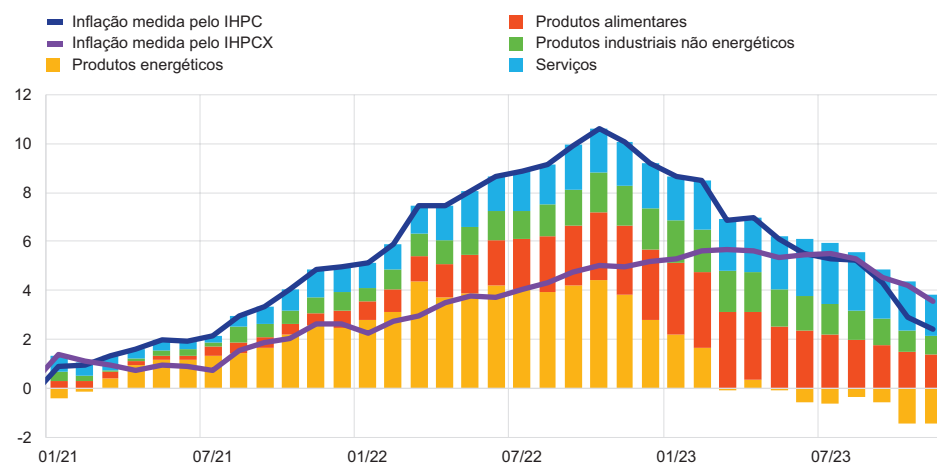
De acordo com as estimativas provisórias do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC voltou a diminuir para 2,4% em novembro, face a 2,9% em outubro (gráfico 9)⁷. Esta diminuição deveu-se a taxas de inflação mais baixas em todas as subcomponentes principais, nomeadamente produtos energéticos, produtos alimentares, produtos industriais não energéticos e serviços. A inflação dos preços dos produtos energéticos tornou-se mais negativa, caindo de -11,2% em outubro para -11,5% em novembro, uma redução mensal em cadeia de 2,2%. A inflação dos preços dos produtos alimentares também continuou a diminuir, caindo de 7,4% em outubro para 6,9% em novembro, mantendo-se, ainda assim, elevada. Esta diminuição refletiu uma taxa de variação homóloga mais baixa para os preços dos produtos alimentares transformados. Pelo contrário, a taxa de variação homóloga dos preços dos produtos alimentares não transformados subiu, impulsionada por uma grande subida mensal em cadeia e por um efeito de base ascendente. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) desceu novamente, situando-se em 3,6% em novembro, face a 4,2% em outubro, devido a uma diminuição em ambas as suas componentes principais – produtos industriais não energéticos e serviços. A inflação dos produtos industriais não energéticos caiu de 3,5% em outubro para 2,9% em novembro, refletindo a continuação da atenuação das pressões acumuladas sobre os preços. A inflação dos preços dos serviços desceu de 4,5% em outubro para 4,0% em novembro.

⁷ A data de fecho dos dados incluídos na presente edição do *Boletim Económico* foi 13 de dezembro de 2023. Na divulgação final do Eurostat em 19 de dezembro de 2023 foi confirmada uma inflação medida pelo IHPC na área do euro de 2,4% em novembro.

Gráfico 9

Inflação global e respetivas componentes principais

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

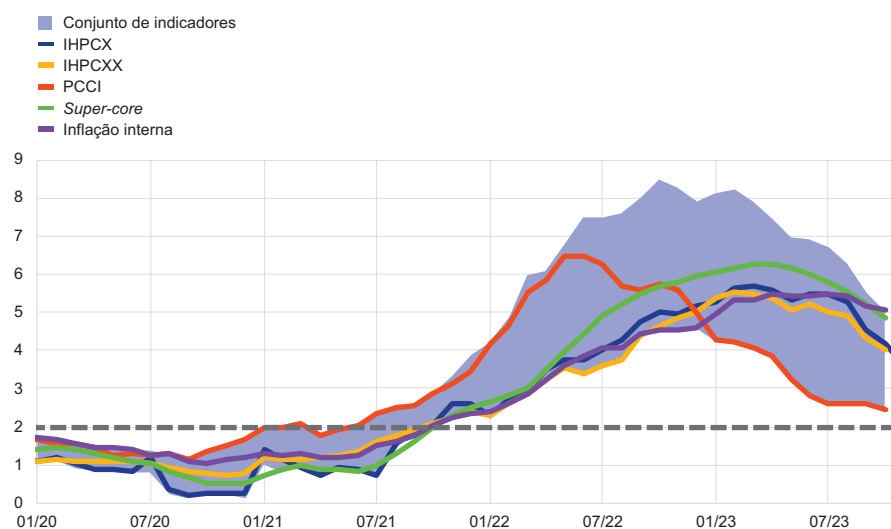
Todos os indicadores da inflação subjacente continuaram a descer em outubro, de acordo com os dados disponíveis mais recentes, refletindo o desvanecimento dos efeitos de choques anteriores sobre os custos energéticos e as cadeias de abastecimento, bem como uma procura mais fraca num contexto de maior restritividade da política monetária (gráfico 10).

Apesar das diminuições verificadas em todos os indicadores da inflação subjacente, a incerteza em torno da dinâmica da inflação subjacente permanece elevada. Isto é claro tendo em conta o vasto leque de taxas nas medidas de inflação subjacente, que vão desde 2,5% para a medida da componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) até 5,0% para a inflação interna. Tal mostra que, para a maioria das medidas, é necessário algum tempo até que o impacto dos choques passados se desvaneça completamente. O indicador *super-core*, que inclui rubricas do IHPC sensíveis ao ciclo económico, desceu de 5,2% em setembro para 4,9% em outubro, enquanto a medida da PCCI baseada em modelos se moderou apenas ligeiramente, de 2,6% para 2,5% no mesmo período. O indicador para a inflação interna (excluindo rubricas com um elevado conteúdo importado) tem sido o mais elevado de forma persistente, situando-se em 5,2% em setembro e 5,0% em outubro, refletindo a importância das pressões salariais. Não obstante, este indicador diminuiu nos últimos três meses consecutivos.

Gráfico 10

Indicadores da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

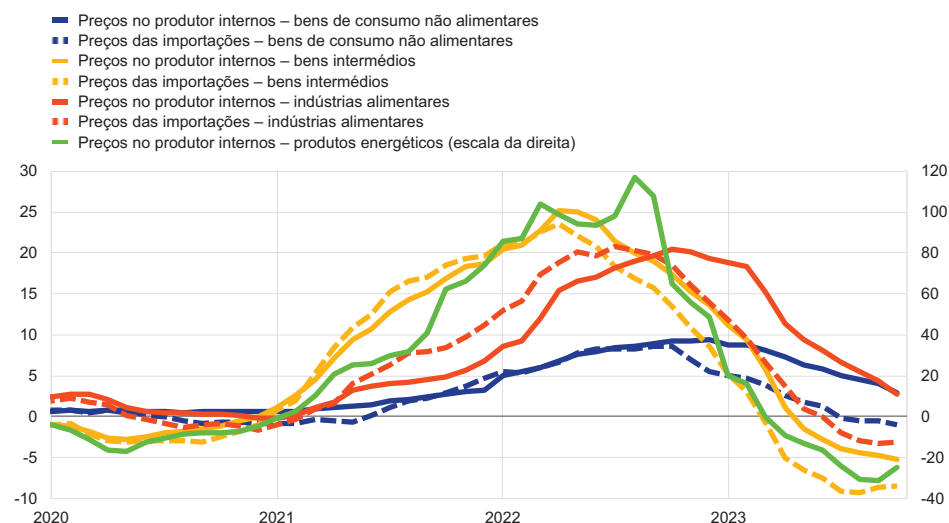
Notas: O conjunto de indicadores da inflação subjacente inclui IHPC excluindo produtos energéticos, IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não transformados, IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX), IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado (IHPCXX), a inflação interna, 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 novembro de 2023 (estimativas provisórias) para o IHPCX e a outubro de 2023 no que respeita às restantes rubricas.

As pressões acumuladas continuaram a atenuar-se à medida que os efeitos cumulativos de anteriores choques sobre os preços se continuavam a desvanecer (gráfico 11). Em outubro, nas fases iniciais da cadeia de preços, as pressões sobre os preços continuaram a diminuir moderadamente. A taxa de crescimento dos preços no produtor internos de bens intermédios tem sido negativa desde maio, descendo novamente para -5,3% em outubro, face a -4,8% em setembro, enquanto a inflação dos preços das importações dos mesmos bens continuou a cair a um ritmo acelerado, tendo, no entanto, aumentado ligeiramente, de -8,7% para -8,4% no mesmo período. A inflação dos preços no produtor dos produtos energéticos, negativa desde abril, aumentou para -25,0% em outubro, face a -31,2% em setembro. Nas fases mais avançadas da cadeia de preços, a inflação dos preços no produtor internos dos bens de consumo não alimentares desceu de 3,9% em setembro para 3,0% em outubro, confirmando o abrandamento gradual em curso das pressões acumuladas. 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 uma nova descida, de 2,8%, em outubro, o seu nível mais baixo desde abril de 2021. A taxa de crescimento homóloga dos preços das importações destas categorias de bens de consumo permaneceu negativa. O crescimento dos preços das importações de bens de consumo não alimentares diminuiu de -0,6% em setembro para -1,0% em outubro, enquanto para os produtos alimentares a taxa não registou mais nenhuma moderação.

Gráfico 11

Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

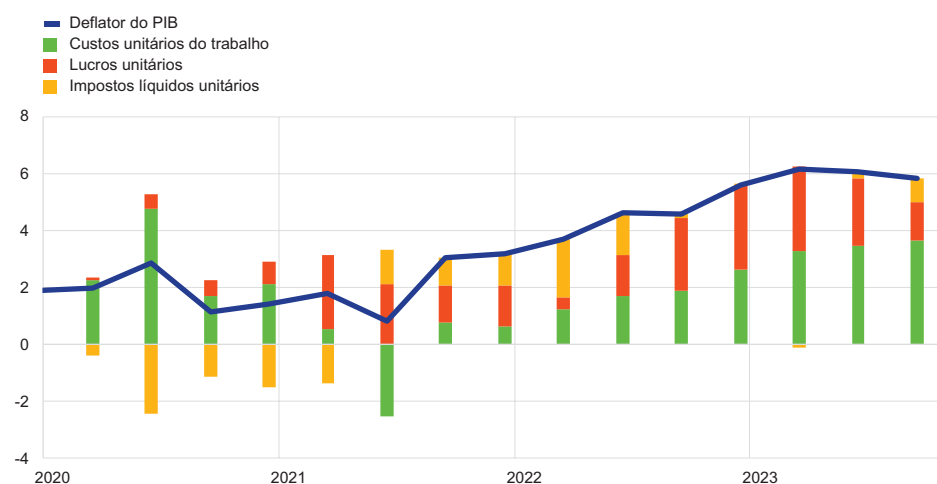
As pressões internas sobre os custos, medidas pelo crescimento do deflator do PIB, diminuíram para 5,8% no terceiro trimestre de 2023, face a 6,1% no trimestre anterior, devido a um menor contributo dos lucros unitários (gráfico 12). O contributo dos lucros unitários para o deflator do PIB desceu para 1,4 pontos percentuais no terceiro trimestre de 2023, face a 2,4 pontos percentuais no trimestre anterior, o que sugere que os lucros começaram a absorver as pressões inflacionistas dos salários e dos custos do trabalho. O contributo dos custos unitários do trabalho aumentou ligeiramente no terceiro trimestre para 3,6 pontos percentuais, face a 3,5 pontos percentuais no trimestre anterior.

O crescimento homólogo ligeiramente mais forte dos custos unitários do trabalho no terceiro trimestre reflete uma taxa de crescimento mais negativa da produtividade do trabalho, enquanto o crescimento dos salários, medido pela remuneração por empregado, diminuiu ligeiramente, de 5,5% no segundo trimestre para 5,2% no terceiro trimestre. O crescimento dos salários, medido em termos de remuneração por hora, permaneceu inalterado em 5,2%, o que sugere a continuação das fortes pressões sobre os custos do trabalho. Subjacente a esta dinâmica, o crescimento dos salários negociados continuou a fortalecer-se no terceiro trimestre de 2023, situando-se em 4,7%, face a 4,4% no trimestre anterior. Além disso, informações provenientes de negociações salariais recentemente concluídas continuam a sinalizar pressões elevadas sobre os salários no futuro e ainda não revelam sinais claros de um ponto de viragem no crescimento dos salários negociados.

Gráfico 12

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 terceiro trimestre de 2023. A remuneração por empregado contribui positivamente para variações nos custos unitários do trabalho e a produtividade do trabalho contribui negativamente.

As medidas baseadas em inquéritos das expetativas de inflação a mais longo prazo permaneceram em torno de 2%, tendo as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação corrigidas dos prémios de risco diminuído.

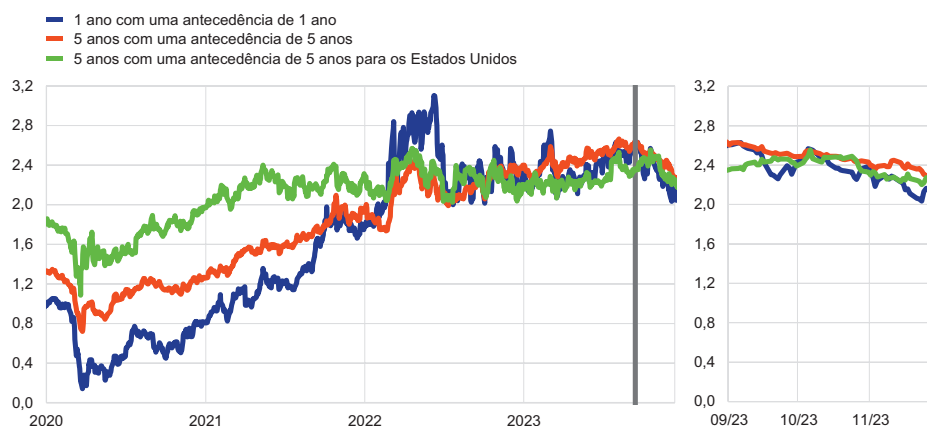
Tanto no Inquérito a Analistas Profissionais conduzido pelo BCE para o quarto trimestre de 2023 como no inquérito do BCE a analistas monetários de dezembro de 2023, as expetativas medianas a mais longo prazo situaram-se em 2,0%.

As medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação (com base no IHPC excluindo o tabaco) caíram acentuadamente desde a reunião de setembro do Conselho do BCE, especialmente para os prazos de curto prazo, tendo os valores mais baixos do que o esperado para a inflação em setembro, outubro e novembro e as perspetivas de crescimento moderadas levado os participantes no mercado a rever em baixa as suas perspetivas de inflação (gráfico 13). A taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a 1 ano com uma antecedência de 1 ano caiu cerca de 50 pontos base para 2,1%. Nos prazos mais longos, a taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos caiu cerca de 35 pontos base para 2,3%, abaixo do valor máximo plurianual alcançado no início de agosto, tendo, mesmo assim, permanecido num nível elevado em termos históricos. No entanto, é de salientar que as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação não são um indicador direto das verdadeiras expetativas de inflação dos participantes no mercado, dado que estas medidas incluem prémios de risco de inflação, que compensam os riscos de inflação. As estimativas baseadas em modelos das verdadeiras perspetivas de inflação, excluindo prémios de risco de inflação, diminuíram moderadamente durante o período em análise e indicam que os participantes no mercado também esperam uma inflação de cerca de 2% a mais longo prazo. Do lado dos consumidores, o inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores de outubro de 2023 referiu que as expetativas medianas para a inflação global ao longo do próximo ano permaneceram inalteradas em 4,0%. Do mesmo modo, as expetativas para a inflação com uma antecedência de 3 anos estabilizaram em 2,5%.

Gráfico 13

Medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv, Bloomberg e cálculos do BCE.

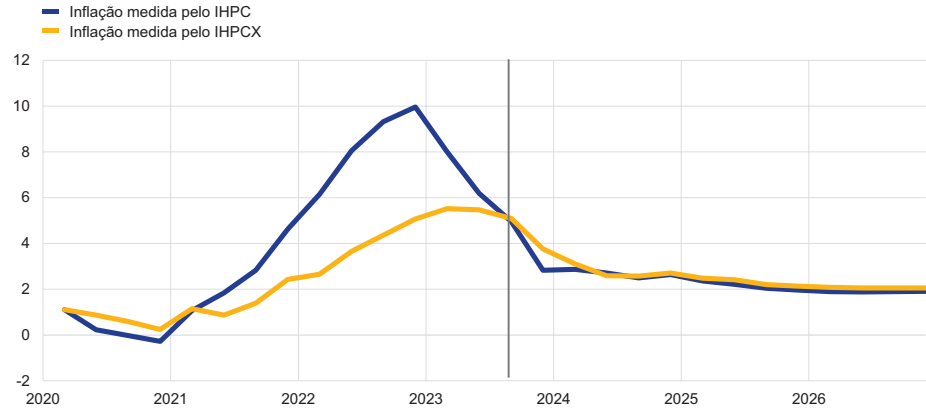
Notas: O gráfico mostra as taxas de *swap* indexadas à inflação a prazo em diferentes horizontes para a área do euro e a taxa de inflação implícita a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos para os Estados Unidos. A linha vertical a cinzenta denota o início do período em análise em 14 de setembro de 2023. As últimas observações referem-se a 13 de dezembro de 2023.

As projeções macroeconómicas de dezembro de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que a inflação global diminua, passando de uma média de 5,4% em 2023 para 2,7% em 2024, 2,1% em 2025 e 1,9% em 2026 (gráfico 14). Esta trajetória desinflacionista no sentido do objetivo de 2% reflete a diminuição da inflação dos preços dos produtos energéticos, o impacto do aumento da reestruturabilidade da política monetária, o desvanecimento em curso das pressões acumuladas e dos estrangulamentos no abastecimento e o facto de as expectativas de inflação a mais longo prazo permanecerem ancoradas. Espera-se que o crescimento dos salários abrande ao longo do horizonte de projeção, face a um desvanecimento gradual dos efeitos em sentido ascendente de compensação pela inflação. No entanto, os custos do trabalho estão ainda a tornar-se o principal fator impulsionador da inflação medida pelo IHPCX. Os lucros deverão enfraquecer durante o horizonte de projeção e amortecer a transmissão dos custos do trabalho. Em comparação com as projeções de setembro de 2023, as projeções para a inflação global foram revistas em baixa tanto para 2023, como para 2024, em 0,2 e 0,5 pontos percentuais, respetivamente, devido sobretudo a resultados recentes que foram inferiores ao esperado e a pressupostos mais reduzidos para os preços das matérias-primas energéticas. Apesar disso, as projeções para a inflação global em 2025 permanecem inalteradas.

Gráfico 14

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e [Projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2023](#).

Notas: A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2023 (dados) e ao quarto trimestre de 2026 (projeções). As projeções macroeconómicas de dezembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema foram finalizadas no final de novembro e a data de fecho para os pressupostos técnicos foi 23 de novembro de 2023. Tanto os dados históricos como os observados para a inflação medida pelo IHPC e pelo IHPCX são de periodicidade trimestral.

Durante o período de 14 de setembro a 13 de dezembro de 2023, a evolução dos mercados financeiros foi dominada por repercussões decorrentes de flutuações consideráveis nas taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos e por divulgações de dados relativos à inflação na área do euro inferiores ao previsto. As expectativas quanto às taxas diretoras da área do euro para as próximas reuniões do Conselho do BCE, subjacentes às taxas isentas de risco de curto prazo, mantiveram-se globalmente estáveis entre as reuniões de setembro e outubro. Tal indicou que os participantes no mercado esperavam que as taxas diretoras tivessem atingido o seu valor máximo e se mantivessem inalteradas durante algum tempo. Após a reunião de outubro, as expectativas quanto às taxas diretoras deslocaram-se consideravelmente em sentido descendente, uma vez que valores de inflação inferiores ao esperado deram origem a expectativas de que a desinflação poderia prosseguir a um ritmo mais rápido do que anteriormente previsto. Inicialmente, as taxas de mais longo prazo isentas de risco aumentaram, à medida que as subidas das taxas de prazos equivalentes nos Estados Unidos se repercutiam na área do euro. Posteriormente, estas oscilações inverteram-se, com as taxas nos Estados Unidos a caírem e a inflação na área do euro a situar-se aquém das expectativas. No geral, as taxas de longo prazo nominais isentas de risco da área do euro são substancialmente mais baixas do que antes da reunião de setembro. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas caíram basicamente em paralelo com as taxas isentas de risco e de modo bastante uniforme em toda a área do euro. Os preços dos ativos de maior risco caíram inicialmente, tendo sido afetados negativamente por taxas de desconto mais elevadas. Contudo, mais do que recuperaram com a queda das taxas, sendo, no geral, mais elevadas do que na altura da reunião de setembro. Por último, nos mercados cambiais o euro registou uma ligeira depreciação em termos ponderados pelo comércio.

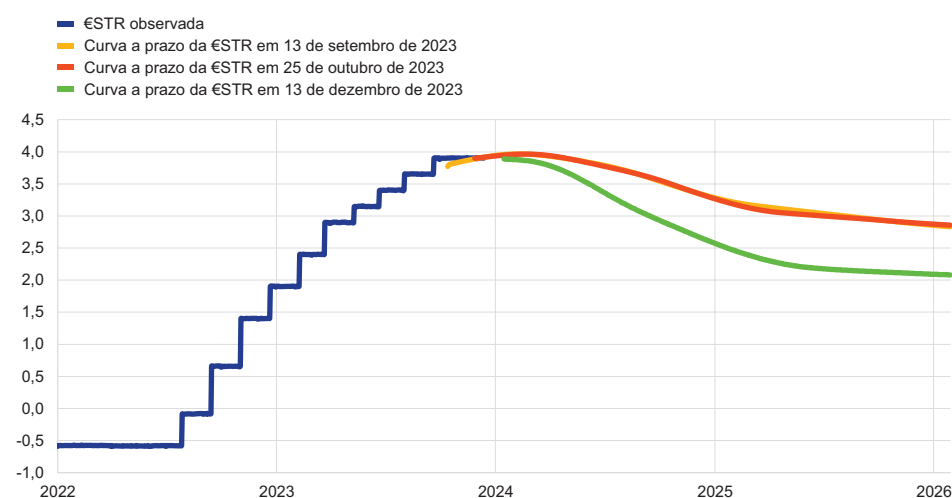
A curva a prazo dos swaps indexados pelo prazo overnight manteve-se globalmente inalterada entre as reuniões do Conselho do BCE de setembro e outubro, mas desde então deslocou-se acentuadamente em sentido descendente (gráfico 15). A taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) situou-se, em média, em 3,9% no período em análise. Acompanhou de perto a taxa de juro da facilidade permanente de depósito, a qual o Conselho do BCE aumentou em 25 pontos base (de 3,75% para 4%) na reunião de política monetária de 14 de setembro de 2023. A liquidez excedentária diminuiu cerca de €79 mil milhões, situando-se em €3584 mil milhões. Tal refletiu sobretudo o reembolso da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) e a redução da carteira do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), dado que o Eurosistema deixou de reinvestir os pagamentos de capital de títulos vencidos. As taxas implícitas nos swaps indexados pelo prazo *overnight* que têm por base a €STR e que abrangem as próximas reuniões do Conselho do BCE permaneceram globalmente estáveis entre as reuniões de setembro e outubro. Tal indicou que os participantes no mercado esperavam que o ciclo de subida tivesse atingido o seu nível máximo com o aumento de setembro e que as taxas diretoras se mantivessem nos níveis atuais durante algum tempo. No período após a reunião de outubro, as

taxas a prazo deslocaram-se consideravelmente em sentido descendente, uma vez que os valores de inflação da área do euro mais baixos do que o esperado, em conjunto com as perspetivas de crescimento moderado, levaram a uma reavaliação das perspetivas de inflação. A curva a prazo em 13 de dezembro tinha subjacente a primeira redução total de 25 pontos base na primavera de 2024, uma probabilidade significativa de uma redução a partir da reunião de março, bem como cerca de 140 pontos base de cortes acumulados no decurso de 2024.

Gráfico 15

Taxas implícitas nos contratos a prazo da €STR

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

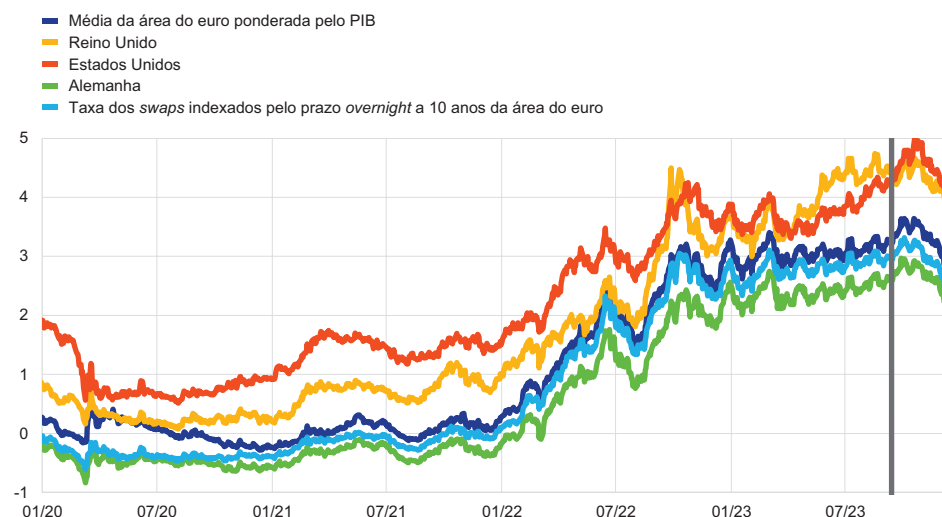
Nota: A curva a prazo é calculada utilizando as taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR.

As taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro oscilaram de forma significativa, refletindo, em grande medida, movimentos nas taxas de rendibilidade de longo prazo das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos, sendo, em última instância, consideravelmente mais baixas do que antes da reunião de setembro (gráfico 16). No início do período em análise, as taxas de longo prazo isentas de risco aumentaram substancialmente: em meados de outubro, a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos situava-se cerca de 30 pontos base acima da registada no dia anterior à reunião de setembro. O principal fator subjacente a este aumento terá consistido em repercussões dos Estados Unidos, onde a subida das taxas de longo prazo foi mais forte do que na área do euro. Posteriormente, o aumento das taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro mais do que se inverteu, dado que as taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos subiram, a inflação na área do euro surpreendeu pela negativa e as perspetivas económicas se deterioraram. A taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos do euro acabou por se situar cerca de 50 pontos base abaixo do seu nível de meados de setembro, em torno de 2,4%. A taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro a 10 anos dos Estados Unidos registou uma descida de cerca de 25 pontos base, situando-se em 4,0%, após um aumento superior a 70 pontos base no início do período em análise, enquanto a taxa equivalente no Reino Unido caiu cerca de 45 pontos base para aproximadamente 3,8%.

Gráfico 16

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

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

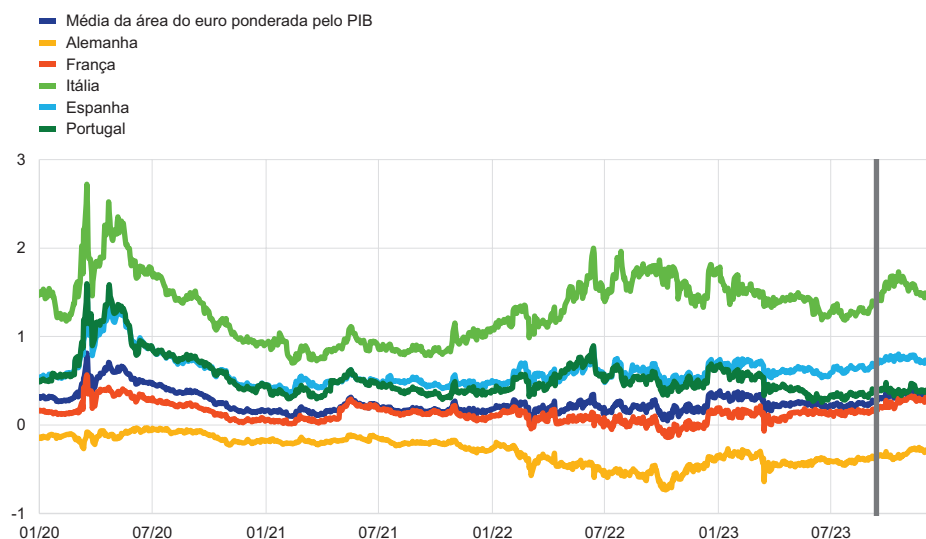
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 14 de setembro de 2023. As últimas observações referem-se a 13 de dezembro de 2023.

As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro diminuíram quase em paralelo e em magnitude semelhante às taxas isentas de risco – deixando os diferenciais das obrigações soberanas praticamente inalterados (gráfico 17). A taxa de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro a 10 anos ponderada pelo PIB reduziu-se em cerca de 40 pontos base, situando-se em redor de 2,8%. No período em análise, verificou-se apenas um ligeiro aumento da 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. Os diferenciais das obrigações soberanas na maioria das jurisdições da área do euro evoluíram de forma semelhante. Uma exceção foi o diferencial das obrigações soberanas gregas, que diminuiu 10 pontos base quando as notações de risco da dívida soberana grega foram atualizadas para a categoria de investimento. Depois de ter aumentado mais cedo no período em análise, o diferencial da dívida soberana italiana inverteu subsequentemente a maior parte do aumento quando as agências de notação confirmaram as suas notações para a Itália.

Gráfico 17

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

(pontos percentuais)



Os diferenciais das obrigações das empresas mantiveram-se globalmente inalterados ao longo do período em análise, num contexto de sentimento de risco positivo.

Os diferenciais das obrigações de empresas de elevada rentabilidade acompanharam os movimentos das taxas de juro de longo prazo, aumentando significativamente ao longo da primeira metade do período em análise e diminuindo posteriormente. Pelo contrário, os diferenciais das obrigações de empresas com grau de qualidade de investimento oscilaram apenas moderadamente ao longo do período. Esta evolução é consistente com o facto de a fixação do preço do risco de crédito para as empresas com notação mais baixa ser mais sensível a variações nas taxas de juro. No entanto, numa perspetiva a mais longo prazo – nomeadamente desde o início da normalização da política monetária em dezembro de 2021 – os diferenciais das obrigações das empresas aumentaram apenas moderadamente. A resiliência do setor empresarial da área do euro ajudou a conter os custos de financiamento através de obrigações.

Os preços das ações na área do euro aumentaram ao longo do período em análise, uma vez que uma subida persistente em novembro mais do que compensou as perdas acumuladas anteriormente (gráfico 18).

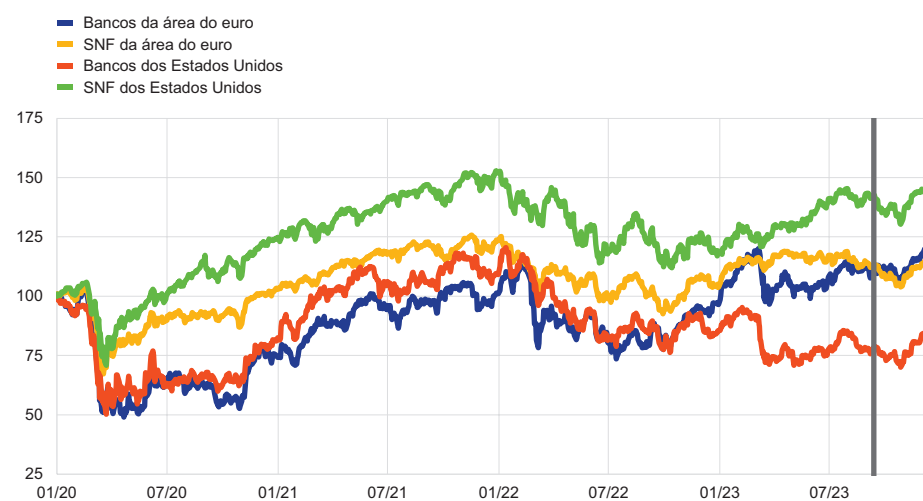
No conjunto do período em análise, os índices dos mercados acionistas da área do euro aumentaram 4,3%. Desde novembro, têm compensado as perdas acumuladas até ao final de outubro. O sentimento do mercado foi inicialmente fraco, dado que as taxas de longo prazo e a incerteza geopolítica afetaram negativamente o desempenho das ações, mas posteriormente recuperou à medida que o prémio de risco das ações diminuía e as taxas de juro se reduziam. O setor bancário teve um melhor desempenho e cresceu 6,0%, uma vez que a valorização do seu mercado bolsista continuou a beneficiar da distribuição de lucros aos acionistas. Em contraste, os preços das ações das sociedades não financeiras

(SNF) aumentaram apenas 2,6%, embora apresentando uma considerável heterogeneidade setorial. Setores sensíveis às taxas de juro, como a tecnologia e o imobiliário, registaram algumas das maiores variações de preços no período em análise. O desempenho das ações nos Estados Unidos seguiu uma trajetória semelhante, com o índice alargado a aumentar 4,5% e o setor bancário a ultrapassar as sociedades não financeiras.

Gráfico 18

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

(índice: 1 de janeiro de 2020 = 100)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

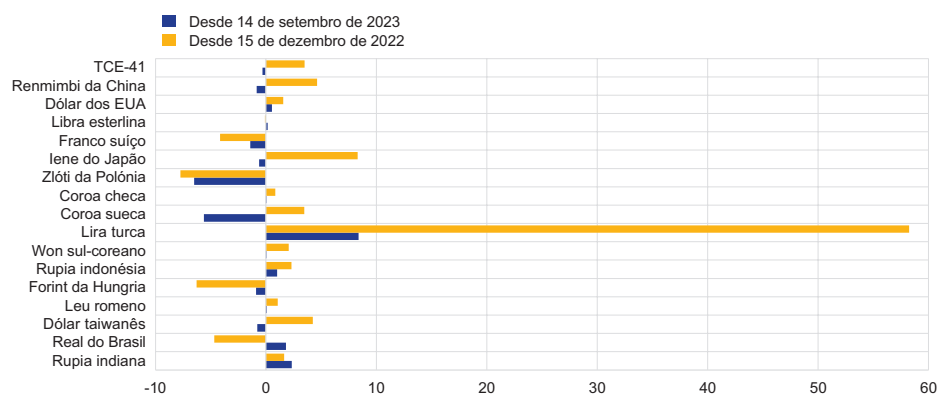
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 14 de setembro de 2023. As últimas observações referem-se a 13 de dezembro de 2023.

Nos mercados cambiais, o euro registou uma ligeira depreciação em termos ponderados pelo comércio (gráfico 19). No 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 depreciação de 0,3%. A depreciação moderada do euro oculta algumas flutuações intra-período que refletem alterações nas expetativas dos participantes no mercado quanto às taxas diretoras – em particular nos Estados Unidos. Em termos de movimentos cambiais bilaterais face às moedas dos principais parceiros comerciais, o euro enfraqueceu face ao renmimbi da China (0,9%), ao franco suíço (1,4%) e face às moedas de alguns Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro (6,5% face ao zlóti da Polónia e 5,6% face à coroa sueca). Em contraste, o euro apreciou-se face à rupia indiana (2,3%), à lira turca (8,4%), bem como face ao dólar dos Estados Unidos (0,5%). Esta última apreciação refletiu a exclusão das expetativas de que a Reserva Federal mantivesse as taxas diretoras do Sistema de Reserva Federal durante um período prolongado. Além disso, um valor do IPC dos Estados Unidos inferior ao esperado em meados de novembro deu um apoio adicional ao euro, embora tenha sido parcialmente contrabalançado pela posterior divulgação do IHPC da área do euro, que também se situou aquém das expetativas.

Gráfico 19

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 prevalecentes em 13 de dezembro de 2023.

O aumento da restritividade da política monetária do BCE continuou a ser vigorosamente transmitido às condições de financiamento em geral. Em outubro de 2023, os custos de financiamento dos bancos e as taxas ativas bancárias voltaram a aumentar, atingindo os níveis mais elevados de quase 15 anos tanto para as empresas como para as famílias. No mesmo mês, o custo global do financiamento das sociedades não financeiras (SNF) também aumentou novamente. No período entre 14 de setembro e 13 de dezembro de 2023, o custo para as SNF quer da dívida baseada no mercado quer das ações diminuiu significativamente. O último inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises - SAFE), que abrangeu o período entre abril e setembro de 2023, indica um aumento generalizado da restritividade das condições de financiamento das empresas. O enfraquecimento dos empréstimos bancários às empresas e às famílias continuou a observar-se em outubro, reflexo de taxas ativas mais elevadas, menor procura de empréstimos e critérios de concessão de crédito mais restritivos. O crescimento da moeda continuou a contrair-se, com taxas homólogas próximo dos mínimos históricos, devido aos elevados custos de oportunidade, ao crescimento moderado do crédito e à redução do balanço do Eurosistema.

Os custos de financiamento dos bancos da área do euro continuaram a aumentar em outubro de 2023, impulsionados por novas subidas das taxas passivas. O custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro aumentou em outubro de 2023, atingindo o seu nível mais elevado em mais de dez anos e mostrando maior heterogeneidade entre os países (gráfico 20, painel a). Embora as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias tenham começado a diminuir em novembro, refletindo a evolução da curva de rendimentos (gráfico 20, painel b), as taxas passivas continuaram a aumentar de forma constante, com alguma variação entre instrumentos e setores. O diferencial elevado e crescente entre as taxas dos depósitos a prazo e as dos depósitos *overnight* levou os depositantes a transferir grandes volumes das suas detenções de depósitos *overnight* para depósitos a prazo e outros instrumentos com remuneração mais elevada. As taxas oferecidas às empresas para a detenção de depósitos a prazo situaram-se próximo da taxa da facilidade permanente de depósito do BCE e permaneceram acima das taxas aplicadas às famílias. Além disso, a transmissão das taxas diretoras às taxas passivas continuou a variar significativamente entre bancos, refletindo sobretudo diferenças resultantes da concorrência, da duração dos ativos e passivos dos bancos e de disposições regulamentares.

A descontinuação em curso das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas) contribuiu para uma redução da liquidez excedentária num contexto de liquidez ainda ampla a nível do sistema. Na sequência da liquidação em 20 de dezembro de 2023, o montante total do saldo das ORPA direcionadas III foi reduzido em 1,721 biliões de euros, passando para 392 mil milhões de euros. Este valor é 81% inferior ao saldo anterior à recalibração de outubro de 2022 da remuneração das ORPA direcionadas III

(2,113 biliões de euros)⁸. Para compensar a menor liquidez cedida pelo BCE, os bancos aumentaram a sua emissão de títulos de dívida e instrumentos do mercado monetário e competiram de forma mais ativa por depósitos ao aumentarem a remuneração destes instrumentos. Os aforradores têm transferido depósitos de bancos com remuneração menos atrativa para bancos que aumentaram as taxas passivas mais rapidamente. A emissão de obrigações bancárias, que são mais dispendiosas para os bancos do que os depósitos, aumentou em volume desde setembro de 2022, num contexto de descontinuação das ORPA direcionadas e de redução dos depósitos *overnight*.

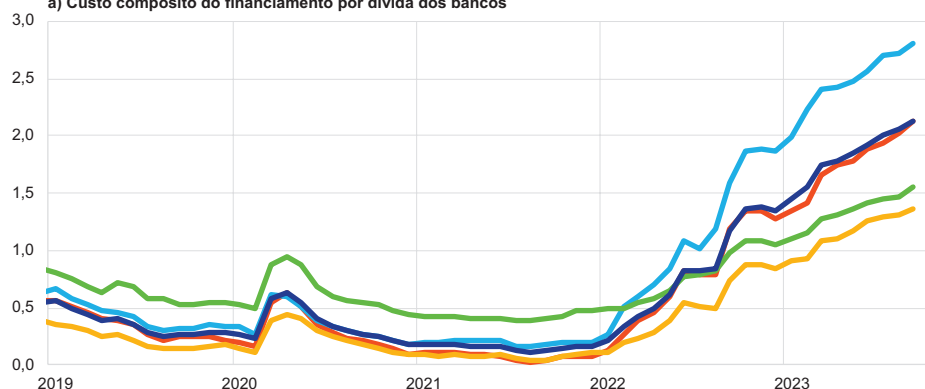
Gráfico 20

Custos compósitos de financiamento bancário em países da área do euro selecionados

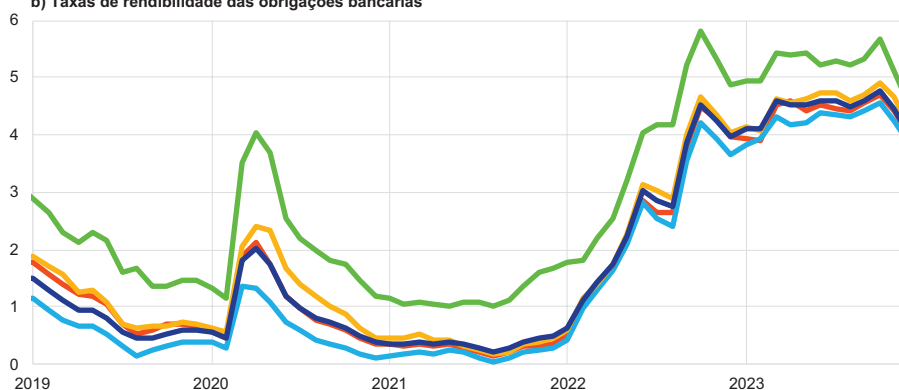
(percentagens homólogas)

■ 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 suas associadas e cálculos do BCE.

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

⁸ Ver o comunicado do BCE intitulado [ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#), 27 de outubro de 2022.

Os balanços dos bancos têm sido, em geral, robustos, apesar da fraca conjuntura económica.

No primeiro semestre de 2023, os bancos continuaram a aumentar a sua capitalização e mantiveram rácios de capital bastante acima dos requisitos de fundos próprios principais de nível 1 (CET1). 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, dos menores volumes de empréstimos e da deterioração da qualidade dos ativos, a rentabilidade dos bancos beneficiou de margens de juro líquidas mais elevadas, num contexto de heterogeneidade considerável entre países. O aumento da margem financeira foi particularmente evidente nos bancos em países onde predominam os empréstimos a taxa variável e onde o aumento dos custos de financiamento dos bancos foi menor. Os créditos não produtivos dos bancos mantiveram-se em níveis baixos no segundo trimestre de 2023, mas as taxas de incumprimento das exposições às empresas e à carteira de retalho já começaram a aumentar, apontando para novos aumentos dos créditos não produtivos. Os bancos poderão enfrentar o risco de custos de provisionamento mais elevados, se os riscos para os setores não financeiros se concretizarem em resultado de condições económicas mais fracas do que o previsto.

Em outubro de 2023, as taxas ativas aplicadas às empresas e às famílias voltaram a aumentar, refletindo taxas diretoras do BCE mais elevadas e critérios de concessão de crédito mais restritivos.

Entre o início de julho de 2022 e setembro de 2023, as taxas diretoras do BCE aumentaram de forma substancial e rápida, num total de 450 pontos base. Tal conduziu a um aumento acentuado das taxas ativas aplicadas às empresas e às famílias nos países da área do euro (gráfico 21). As taxas bancárias aplicáveis a novos empréstimos às SNF e às famílias atingiram o seu nível mais elevado em quase 15 anos, num contexto de diminuição da concessão de empréstimos e de aumento da restritividade dos critérios de concessão de crédito. Desde maio de 2022, ou seja, antes de o BCE sinalizar a primeira subida da taxa no atual ciclo de restritividade, as taxas ativas aplicadas às empresas e às famílias para aquisição de habitação subiram cerca de 350 e 210 pontos base, respetivamente. Em outubro de 2023, as taxas ativas para as empresas subiram para 5,27%, o que compara com 5,09% em setembro. Este aumento foi generalizado entre os períodos de fixação de taxa de juro e foi o mais elevado para os períodos de fixação entre 1 e 5 anos. As taxas bancárias aplicáveis a novos empréstimos às famílias para consumo mantiveram-se praticamente inalteradas, situando-se em 7,90% em outubro. As taxas ativas aplicáveis a novos empréstimos incluídos na categoria “outros empréstimos às famílias”, que inclui empresários em nome individual, aumentaram para 5,55% em outubro, face a 5,38% em setembro. As taxas ativas dos novos empréstimos às famílias para aquisição de habitação aumentaram apenas ligeiramente, situando-se em 3,91% em outubro, face a 3,89% em setembro. Esta taxa de crescimento mais lenta reflete a fase avançada do ciclo de restritividade e os volumes crescentes de empréstimos renegociados, que fizeram descer as taxas aplicáveis a novos empréstimos em alguns países da área do euro⁹. Foi também mais forte no caso do crédito hipotecário a taxa variável do que nos contratos a taxa fixa, num contexto

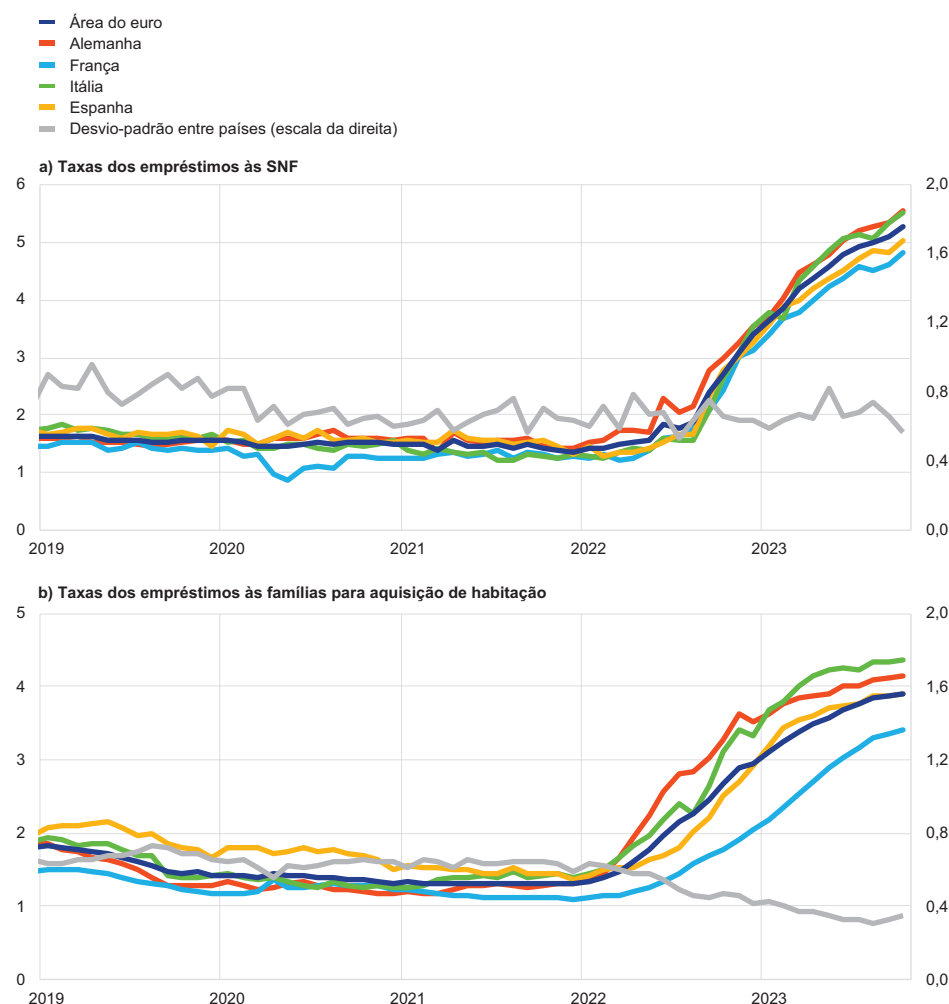
⁹ O objetivo da renegociação de um empréstimo é permitir ao mutuário cumprir pagamentos futuros e assegurar que o mutuante acabará por ser ressarcido.

de heterogeneidade entre países. Os resultados do inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores (*Consumer Expectations Survey – CES*) de outubro de 2023 sugerem que os consumidores esperam que as taxas hipotecárias estabilizem ligeiramente acima dos níveis atuais nos próximos 12 meses. 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. A dispersão entre países das taxas ativas dos empréstimos às empresas e às famílias manteve-se em níveis baixos (gráfico 21, painéis a e b).

Gráfico 21

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

(percentagens homologas; desvio-padrão)



Fonte: BCE.

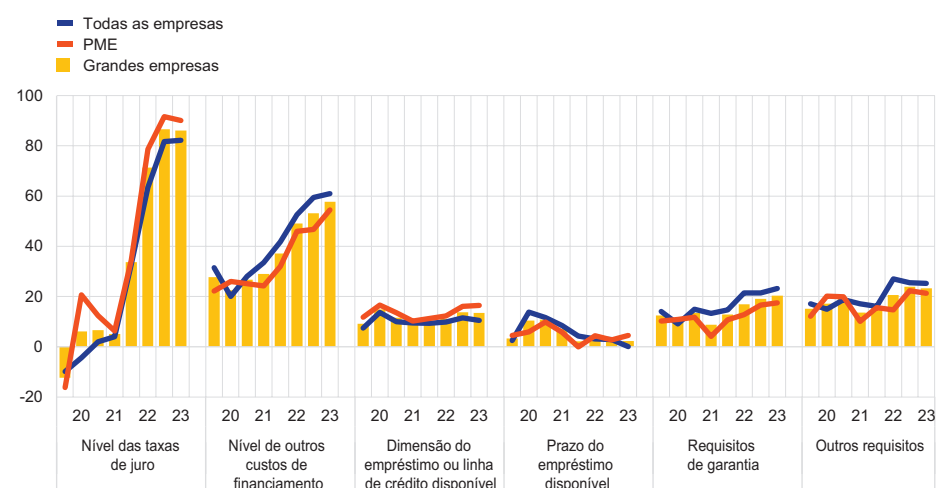
Notas: As taxas ativas bancárias compósitas para as SNF são calculadas através da agregação das taxas de curto e de longo prazo utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes das novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As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

elevado de 58% (face a 53%) também reportou aumentos de outros custos de financiamento (tais como encargos, taxas e comissões). As grandes empresas, de um modo geral, reportaram um aumento das taxas de juro bancárias, ao passo que as pequenas e médias empresas (PME) registaram um aumento dos outros custos relacionados com empréstimos bancários. Em termos líquidos, as empresas reportaram também requisitos de garantia mais rigorosos. Apesar de se observarem condições de financiamento mais restritivas, poucas empresas reportaram obstáculos à obtenção de um empréstimo bancário.

Gráfico 23

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

(percentagens líquidas de inquiridos)



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

Notas: PME corresponde a pequenas e médias empresas. Os valores baseiam-se nas empresas que recorreram a empréstimos bancários (incluindo empréstimos bancários bonificados), linhas de crédito ou descobertos bancários ou de cartões de crédito. As percentagens líquidas correspondem à diferença entre a percentagem de empresas que reportaram um aumento num dado fator e a percentagem de empresas que reportaram uma diminuição. Os valores referem-se às rondas 22-29 do inquérito (outubro de 2019-março de 2020 a abril-setembro de 2023).

As empresas reportaram também um novo aumento moderado do

respetivo desvio de financiamento e previram uma deterioração futura da disponibilidade da maioria das fontes de financiamento externo.

Na área do euro, foi reportado que o desvio de financiamento externo – a diferença entre a variação da procura de financiamento externo e a variação na disponibilidade de financiamento externo em todos os instrumentos financeiros – era de 8% (face a 6% na ronda anterior do inquérito). Um maior número de grandes empresas reportou um aumento do desvio de financiamento do que PME, impulsionado por maiores necessidades de financiamento na maioria dos instrumentos. Numa análise prospetiva, as empresas estão ligeiramente mais pessimistas quanto à disponibilidade de financiamento externo ao longo dos próximos seis meses. Refletindo a atual maior restritividade das condições de concessão de crédito bancário, uma percentagem líquida de 18% das empresas prevê uma nova deterioração do acesso a empréstimos bancários nos próximos seis meses, enquanto os valores correspondentes para linhas de crédito e títulos de dívida são de 15% e 17%, respetivamente. Mais PME do que grandes empresas esperam uma deterioração do acesso tanto a empréstimos bancários como a linhas de crédito.

Pelo contrário, a percentagem de empresas que esperam uma deterioração da disponibilidade de títulos de dívida foi superior para as grandes empresas do que para as PME.

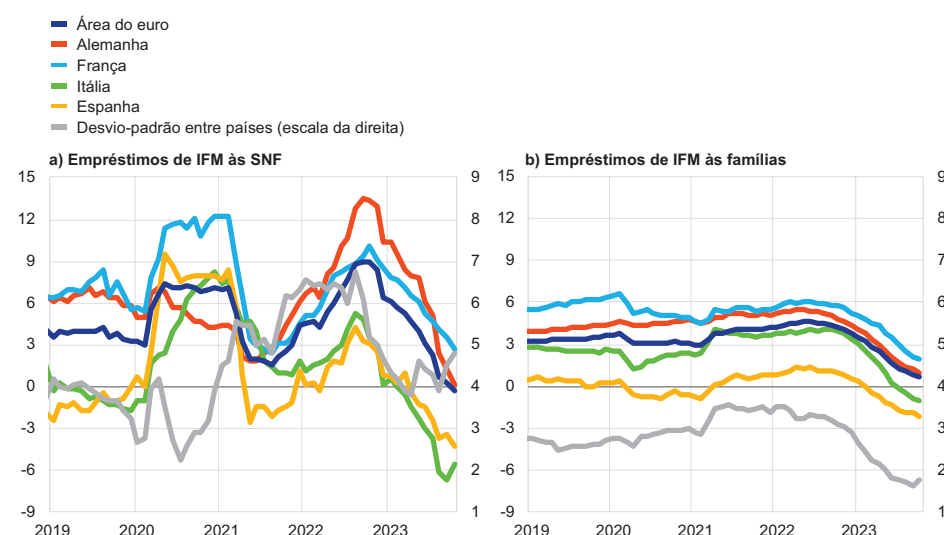
O crescimento homólogo dos empréstimos às SNF tornou-se negativo em outubro de 2023.

Esta taxa de crescimento caiu para -0,3% em outubro, face a 0,2% em setembro (gráfico 24, painel a), num contexto de considerável heterogeneidade entre países e prazos. O abrandamento refletiu a descida acentuada da procura de empréstimos, que se deveu, em parte, a taxas passivas mais elevadas e a cortes nos planos de despesa associados, bem como na oferta de empréstimos, como sugerido pelo novo aumento da restritividade dos critérios de concessão de crédito no terceiro trimestre de 2023. A dinâmica de curto prazo manteve-se moderada, como implícito nos fluxos mensais, que, em média, foram negativos nos três meses até outubro. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias desceu de 0,8% em setembro para 0,6% em outubro (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 ficou a dever-se sobretudo ao crédito à habitação e aos empréstimos a empresários em nome individual (ou seja, pequenas empresas não constituídas em sociedade), enquanto os empréstimos ao consumo permaneceram mais resilientes, apesar da maior restritividade dos critérios aplicados à concessão de crédito e da diminuição da confiança dos consumidores. A dinâmica de curto prazo revela que praticamente não houve qualquer novo financiamento líquido ao longo dos últimos três meses.

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 nomenclais (*notional cash pooling*). O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As últimas observações referem-se a outubro de 2023.

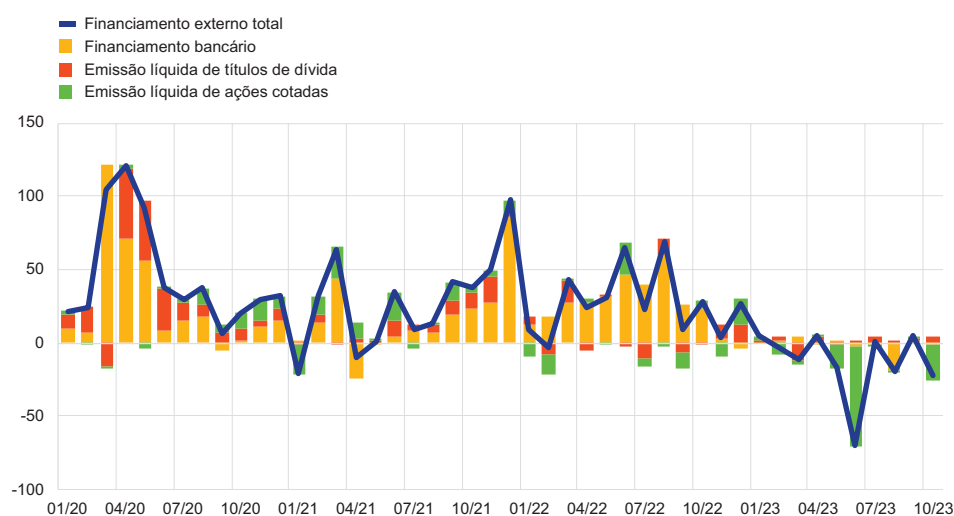
O crescimento do financiamento externo líquido das empresas da área do euro foi fraco no terceiro trimestre de 2023 e em outubro, refletindo níveis baixos de financiamento por dívida. A taxa de crescimento homóloga do

financiamento externo líquido diminuiu de 0,5% em junho de 2023 para -0,7% em outubro (gráfico 25). Ao contrário de episódios anteriores de fraca dinâmica dos empréstimos, a emissão de obrigações de empresas não compensou o decréscimo dos empréstimos bancários. A emissão de ações cotadas foi, de um modo geral, fraca, com as empresas também a proceder a recompras de ações para impulsionar os rendimentos dos acionistas.

Gráfico 25

Fluxos de financiamento externo líquido às SNF na área do euro

(fluxos mensais; mil milhões de euros)



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

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

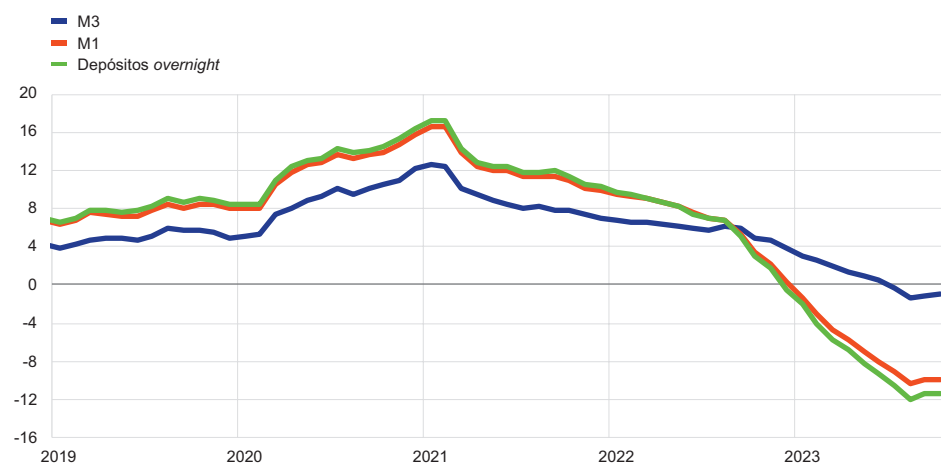
A reafetação de fundos de depósitos *overnight* para depósitos a prazo

intensificou-se em outubro. A taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* continuou a registar uma descida de dois dígitos em outubro, descendo para -11,5%, face ao valor de -11,4% registado em setembro (gráfico 26). A subida das taxas de juro traduziu-se num diferencial elevado e crescente entre os depósitos a prazo e os depósitos *overnight*, dado que as taxas de juro dos depósitos *overnight* se ajustaram mais lentamente às variações das taxas diretoras do que as taxas dos depósitos a prazo, em linha com anteriores ciclos de maior restritividade. Tal fez subir o custo de oportunidade de detenção de ativos líquidos e está a impulsionar a reafetação em curso de fundos de depósitos *overnight* para depósitos a prazo. Para as famílias, em outubro registou-se a maior mudança mensal de depósitos *overnight* para depósitos a prazo desde o início do ciclo de maior restritividade. As empresas mudaram entre estes dois instrumentos a um ritmo mais rápido, como se verificou no primeiro semestre de 2023.

Gráfico 26

M3, M1 e depósitos *overnight*

(taxa de crescimento homóloga, corrigida de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

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

Em outubro de 2023, o crescimento da moeda continuou a contrair-se, com taxas homólogas próximo dos mínimos históricos recentes, impulsionado pelos elevados custos de oportunidade, pelo crescimento moderado do crédito e pela redução do balanço do Eurosistema. O crescimento homólogo do agregado monetário largo (M3) na área do euro situou-se em -1,0% em outubro, face a -1,2% em setembro (gráfico 26). O crescimento homólogo do agregado monetário estreito (M1) diminuiu a taxas de dois dígitos, tendo a dinâmica monetária globalmente contracionista sido reforçada por alterações nas carteiras. Em outubro situou-se em -10,0%, ligeiramente abaixo do valor de -9,9% registado em setembro. Tal como em meses anteriores, a redução do balanço do Eurosistema e as aquisições de obrigações bancárias por detentores de moeda continuaram a ter um efeito contracionista sobre a dinâmica monetária. Além disso, o reembolso dos fundos obtidos através das ORPA direcionadas e o custo de oportunidade mais elevado para os depositantes da detenção de ativos líquidos estão a levar as instituições de crédito a emitir obrigações com prazos mais longos não incluídas no M3. Ao mesmo tempo, a dinâmica monetária tem sido cada vez mais sustentada pela compra de obrigações de dívida pública por bancos e investidores estrangeiros, trazendo assim novos fundos para o sistema, e por um crescente excedente da balança corrente, que conduziu a maiores entradas monetárias do resto do mundo.

De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema, estima-se que o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro tenha registado uma melhoria moderada em 2023 e espera-se que também melhore moderadamente em 2024. Seguir-se-ão apenas pequenas melhorias em 2025 e 2026. Refletindo, de um modo geral, esta evolução, é provável que a orientação orçamental da área do euro se tenha tornado moderadamente mais restritiva em 2023 e espera-se que venha a tornar-se significativamente mais restritiva em 2024. Nos dois anos subsequentes, espera-se apenas um aumento muito reduzido da restritividade da política monetária. Projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro diminua apenas marginalmente durante o horizonte de projeção, de um valor estimado de 89% em 2023 para cerca de 88% em 2026, representando um abrandamento da descida observada desde o auge da pandemia. Com o desvanecimento da crise energética, os governos devem continuar a suprimir as medidas de apoio relacionadas. Tal é essencial para evitar a intensificação das pressões inflacionistas a médio prazo, o que, a acontecer, exigiria uma política monetária ainda mais restritiva. 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. É importante que os Estados-Membros cheguem rapidamente a acordo no tocante à reforma do quadro de governação económica da União Europeia.

De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro registará uma melhoria lenta ao longo de todo o horizonte de projeção¹¹.

De acordo com as projeções, o défice orçamental da área do euro terá diminuído para 3,1% do PIB em 2023 e continua a diminuir para 2,8% do PIB em 2024, 2,7% em 2025 e 2,6% em 2026 (gráfico 27). Espera-se que esta trajetória seja impulsionada principalmente por saldos primários corrigidos do ciclo negativos mais reduzidos, devendo a componente cíclica manter-se relativamente estável ao longo do horizonte de projeção. Projeta-se que os pagamentos de juros aumentem ligeiramente no horizonte de projeção, mas este aumento será moderado em comparação com o das taxas de juro do mercado, pois a transmissão será gradual devido a prazos residuais da dívida soberana longos, que se situam atualmente, em média, na área do euro, um pouco abaixo de 8 anos (face a 6,5 anos em 2015). A queda no défice primário corrigido do ciclo, concentrada em 2023 e 2024, é impulsionada em grande medida pela supressão das medidas de apoio orçamental implementadas pelos governos, paralela ao desvanecimento do choque energético e da inflação elevada. Estima-se agora que, a nível da área do euro, estas medidas tenham ascendido a 1,3% do PIB em 2023, que diminuam significativamente para 0,4% do PIB em 2024 e que diminuam novamente para cerca de 0,1% do PIB em 2025 e 2026. Esta melhoria no saldo primário corrigido do ciclo é também afetada pela recente decisão do Tribunal Constitucional Federal alemão relativo à utilização de créditos de emergência e o

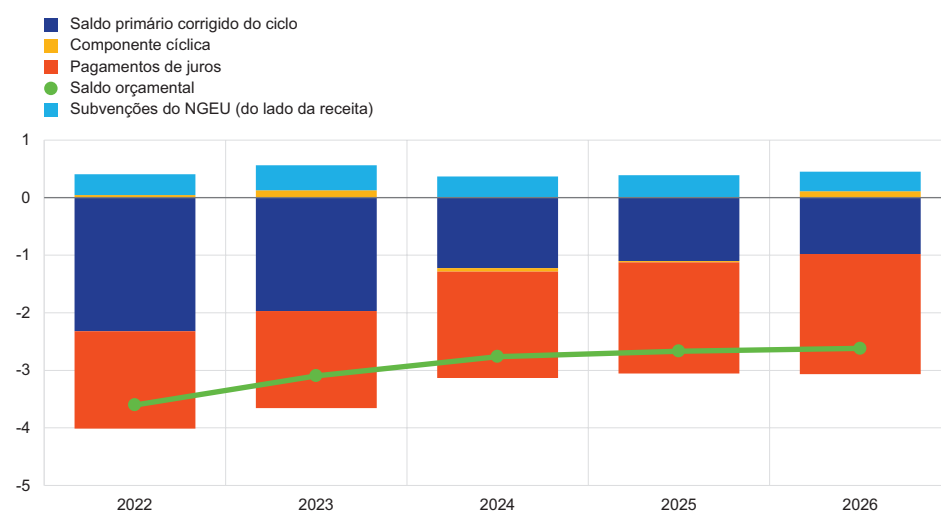
¹¹ Ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2023](#), publicadas pelo BCE a 14 de dezembro.

impacto no “travão ao endividamento” (*debt brake*). No entanto, a incerteza sobre este impacto permanece, considerando que o orçamento federal alemão para 2024 ainda não foi finalizado.

Gráfico 27

Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



Fontes: Cálculos do BCE e [Projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2023](#).
Notas: O saldo primário corrigido do ciclo é corrigido de subvenções do instrumento “NextGenerationEU” (NGEU) do lado da receita. 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 setembro de 2023 elaboradas por especialistas do BCE, o saldo orçamental aumentou ligeiramente, em 0,1 pontos percentuais em 2023, permanece inalterado em 2024 e sobe moderadamente 0,3 pontos percentuais em 2025. Estas

revisões advêm de uma revisão em alta da componente cíclica ao longo de todo o horizonte de projeção (de 0,4 pontos percentuais por ano), que em 2023 e 2024 é quase completamente compensada por um saldo primário corrigido do ciclo mais adverso. Em 2025, no entanto, a revisão em alta da componente cíclica é apenas compensada em menor grau. O contributo das despesas com juros permanece inalterado ao longo do horizonte de projeção.

Projeta-se que a orientação orçamental da área do euro se torne moderadamente mais restritiva no horizonte de projeção, em particular em 2024¹². A variação anual do saldo primário corrigido do ciclo, corrigida de subvenções concedidas aos países ao abrigo do NGEU, aponta para um aumento significativo da restritividade das políticas orçamentais na área do euro em 2023 e 2024 no seu conjunto, à medida que uma grande parte das medidas de apoio face ao aumento dos preços dos produtos energéticos e à inflação introduzidas em 2022

¹² A orientação orçamental reflete a direção e a dimensão do estímulo proporcionado pelas políticas orçamentais à economia, além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É medida nesta secção como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. 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 o conceito de orientação orçamental da área do euro, ver o artigo intitulado [The euro area fiscal stance](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

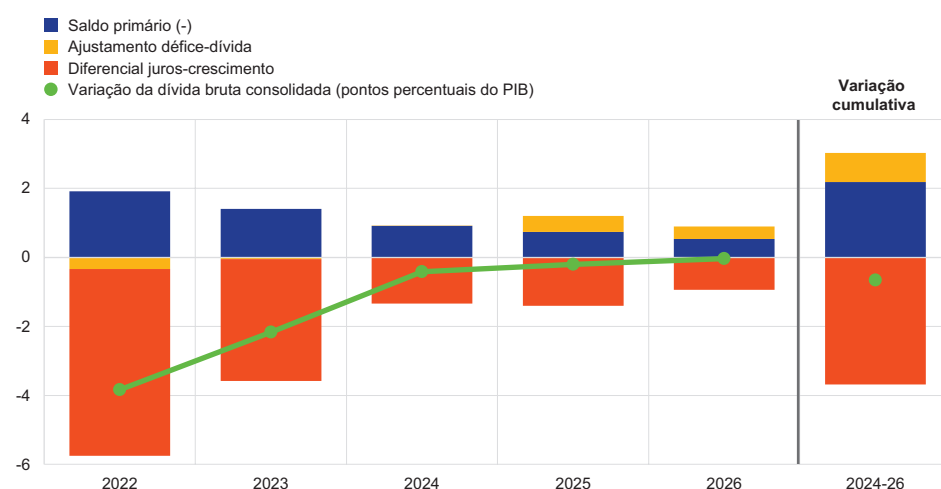
é gradualmente eliminada. Ainda assim, tendo em consideração medidas passadas, incluindo medidas implementadas em resposta à pandemia em 2020 e medidas mais recentes em resposta ao choque sobre os preços dos produtos energéticos e inflacionista, espera-se que o nível de apoio orçamental na área do euro permaneça amplamente acomodatório durante todo o horizonte de projeção. O ligeiro aumento da restritividade da orientação orçamental esperado em 2025 e 2026 pouco fará para alterar esta avaliação global.

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 apenas lentamente de um valor estimado de 88,7% em 2023 para 88,1% 2026. O rácio da dívida subiu aproximadamente 13 pontos percentuais para cerca de 97% em 2020, mas tem descido gradualmente desde então e prevê-se que continue a descer ao longo do horizonte de projeção, ainda que a um ritmo significativamente mais lento. A diminuição projetada baseia-se em diferenciais decrescentes, mas ainda assim negativos, entre as taxas de juro e o crescimento nominal do PIB, que são parcialmente compensados pelos défices primários persistentes e pelos ajustamentos défice-dívida positivos esperados para a segunda metade do horizonte de projeção (gráfico 28).

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

Com o desvanecimento do choque energético, os governos devem continuar a suprimir as medidas de apoio relacionadas. Tal é essencial para evitar a intensificação das pressões inflacionistas a médio prazo, o que, a acontecer, exigiria uma política monetária ainda mais restritiva. Na sua declaração de 7 de dezembro, o Eurogrupo apela aos Estados-Membros que ainda têm medidas significativas em vigor para que as eliminem progressivamente assim que possível em 2024 e que apliquem a poupança resultante à redução do défice. O Eurogrupo considerou que, ainda que as políticas devam permanecer ágeis tendo em conta a incerteza prevalecente, uma orientação orçamental para a área do euro mais restritiva de um modo geral em 2024 será apropriada para melhorar a sustentabilidade das finanças

públicas e evitar alimentar as pressões inflacionistas. Além disso, será importante que as políticas orçamentais sejam 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. No seu [parecer](#) de 5 de julho de 2023 sobre uma proposta de reforma da governação económica na União, o BCE instou 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 2023¹³.

¹³ Em 21 de dezembro de 2023, e, por conseguinte, após a reunião do Conselho do BCE de dezembro abrangida pela presente edição do *Boletim Económico*, o Conselho Europeu chegou a acordo sobre uma reforma da governação económica da UE que abre caminho a um trólogo entre a Comissão, o Conselho e o Parlamento Europeu.

Caixas

1 Condições do mercado de títulos do Tesouro dos Estados Unidos e reações do mercado mundial à política monetária dos Estados Unidos

Por Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu e Peter McQuade

O mercado de títulos do Tesouro dos Estados Unidos é o maior e mais líquido mercado de títulos de dívida pública do mundo. Com mais de 25 biliões de dólares dos Estados Unidos em títulos de dívida em circulação, este mercado é utilizado para financiar o Governo dos Estados Unidos e desempenha um papel central na execução da política monetária do Sistema de Reserva Federal. Os títulos do Tesouro dos Estados Unidos também funcionam como referência fundamental tanto para o financiamento do setor privado nacional como para os mercados internacionais. Como tal, as alterações nas condições de liquidez neste mercado podem ter consequências notórias para os mercados financeiros mundiais.

Recentemente, a liquidez no mercado de títulos do Tesouro dos Estados Unidos diminuiu devido a uma combinação de fatores. O gráfico A (painel a) mostra a evolução da liquidez do mercado obrigacionista em economias avançadas selecionadas, incluindo o mercado de títulos do Tesouro nacional, medido pelo diferencial *spline spread*, ou seja, o erro médio de ajuste a uma curva de rendimentos. Este diferencial serve como aproximação da dimensão das oportunidades de arbitragem num mercado obrigacionista, estando os valores mais elevados associados a uma menor liquidez no mercado¹. O bom funcionamento do mercado de títulos do Tesouro dos Estados Unidos foi dificultado em várias ocasiões nos últimos anos, especialmente em março de 2020, no início da pandemia. Mais recentemente, o aumento da restritividade da política monetária (incluindo a menor absorção dos títulos do Tesouro nacional pelo Sistema de Reserva Federal, como ilustrado pela linha azul no gráfico A, painel b) e a elevada incerteza quanto à inflação e ao crescimento terão provavelmente contribuído para a diminuição da liquidez e um aumento da sensibilidade dos mercados de obrigações soberanas dos Estados Unidos e mundiais².

¹ A liquidez também está inversamente relacionada com a volatilidade, uma vez que, permanecendo tudo o resto constante, os criadores de mercado (*market makers*) alargam os diferenciais entre preços de compra e de venda e reduzem a profundidade do mercado para gerir o risco acrescido associado à tomada de uma posição quando a volatilidade é elevada. Ver Fleming, M., [How Has Treasury Market Liquidity Evolved in 2023?](#), *Liberty Street Economics*, 17 de outubro de 2023.

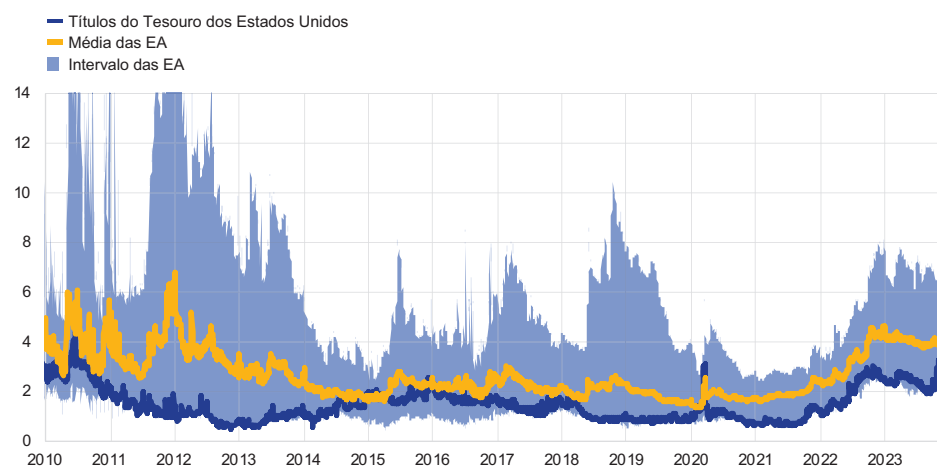
² Para mais pormenores sobre os fatores que contribuem para a baixa liquidez atual, ver [Quarterly Review](#), Banco de Pagamentos Internacionais (BIS), setembro de 2023; [Global Financial Stability Review](#), Fundo Monetário Internacional, outubro de 2023, Capítulo 1; e Duffie, D., [Dealer Capacity and US Treasury market functionality](#), *BIS Working Papers*, n.º 1138, BIS, outubro de 2023.

Gráfico A

Evolução da liquidez nos mercados de obrigações soberanas

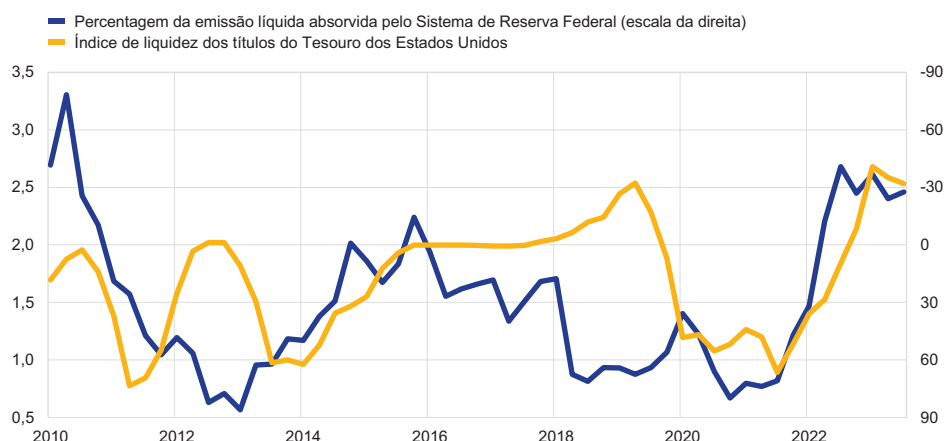
a) *Spline spreads* de títulos do Tesouro dos Estados Unidos e de obrigações soberanas de algumas das principais economias avançadas

(percentagens)



b) *Spline spreads* de títulos do Tesouro dos Estados Unidos e absorção da emissão do Tesouro pelo Sistema de Reserva Federal

(escala da esquerda: valores do índice; escala da direita: percentagens (invertida))



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

Notas: Painel a): o *spline spread* da curva de rendimentos mede a soma dos valores absolutos do desvio entre a curva de rendimentos observada e uma interpolação de *spline* cúbica. Este indicador capta a presença de oportunidades de arbitragem, uma característica dos mercados ilíquidos, e é um de vários indicadores de liquidez de mercado tipicamente muito correlacionados entre si. Um aumento do diferencial denota menor liquidez. As outras economias avançadas (EA) incluem a Alemanha, Canadá, Espanha, França, Itália, Japão e Reino Unido. Em 2011/12, os valores máximos do *spline spread* atingiram cerca de 25 pontos base, mas tal não é indicado no gráfico por razões de legibilidade. Painel b): a percentagem da emissão líquida absorvida pelo Sistema de Reserva Federal é calculada como uma média de quatro trimestres. O índice de liquidez apresenta o erro médio da taxa de rendibilidade em todo o universo dos títulos de dívida e obrigações do Tesouro dos Estados Unidos com maturidade residual igual ou superior a 1 ano. A escala da direita é invertida, pelo que valores mais elevados denotam menor absorção das emissões do Tesouro dos Estados Unidos. As últimas observações referem-se a 15 de dezembro de 2023 para o painel a) e ao terceiro trimestre de 2023 para o painel b).

A atividade dos fundos alavancados no mercado de futuros de títulos do Tesouro dos Estados Unidos poderá também estar a amplificar a sensibilidade do mercado a novas informações.

As posições curtas líquidas de fundos alavancados no mercado de futuros de títulos do Tesouro atingiram níveis historicamente elevados de cerca de 650 mil milhões de dólares dos Estados Unidos, dos quais cerca de 300 mil milhões têm uma maturidade de 2 anos

(gráfico B)³. Tal pode estar relacionado com várias estratégias de negociação, tais como a *cash-futures basis trade* ou transações direcionais que apostam no aumento das taxas⁴. Embora esta atividade pudesse, em princípio, ajudar a manter a liquidez no mercado à vista de títulos do Tesouro, foi sugerido que, por vezes, poderia agravar a sensibilidade do mercado⁵.

Gráfico B

Posições especulativas de fundos alavancados em futuros sobre títulos do Tesouro dos Estados Unidos

Posição líquida em futuros sobre títulos do Tesouro dos Estados Unidos

(em mil milhões de USD)



Fontes: Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O gráfico mostra a soma das posições líquidas em contratos de futuros sobre títulos do Tesouro dos Estados Unidos a 2, 5 e 10 anos detidos por fundos alavancados. As posições líquidas referem-se ao valor das posições longas subtraindo o valor das posições curtas. Última observação: 15 de dezembro de 2023.

O efeito de um choque da política monetária dos Estados Unidos sobre os preços das obrigações pode variar em função das condições no mercado para os seus títulos do Tesouro.

A análise empírica explora se as condições no mercado de títulos do Tesouro podem ser relevantes para a intensidade do impacto de um choque de política monetária dos Estados Unidos no mercado obrigacionista. A configuração empírica centra-se no impacto dos choques de política monetária dos Estados Unidos, porque estes são normalmente um importante fator impulsionador das condições financeiras mundiais. São utilizados

³ Os fundos alavancados são tipicamente fundos de cobertura (*hedge funds*) cujas estratégias podem envolver a tomada de posições definitivas ou a arbitragem dentro dos mercados e entre os mesmos. Uma posição curta num contrato de futuros sobre obrigações é rentável se o preço das obrigações baixar.

⁴ *Cash-futures basis trade* consiste em assumir uma posição curta em futuros sobre títulos do Tesouro, assumir uma posição longa em títulos do Tesouro e obter um empréstimo no mercado das operações de reporte para financiar a transação. Considerou-se estar relacionado com a grave falta de liquidez no mercado de títulos do Tesouro dos Estados Unidos, a corrida ao numerário que ficou conhecida como *dash for cash* em março de 2020. Ver Vissing-Jorgensen, A., "The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve", *Journal of Monetary Economics*, vol. 124, novembro de 2021, pp. 19-47; e Schrimpf, S., Shin, H.S. e Sushko, V., [Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis](#), *BIS Bulletin*, n.º 2, BIS, abril de 2020.

⁵ Por exemplo, o aumento da sensibilidade poderá estar relacionado com o facto de essas estratégias de negociação estarem, em geral, fortemente alavancadas e expostas a variações nas taxas das operações de reporte e nas margens dos futuros. Ver também Avalos, F. e Sushko, V., [Margin leverage and vulnerabilities in US Treasury futures](#), *BIS Quarterly Review*, BIS, setembro de 2023, Caixa A; e Barth, D., Kahn, R.J. e Mann, R., [Recent Developments in Hedge Funds' Treasury Futures and Repo Positions: is the Basis Trade "Back"?](#), *FEDS Notes*, Conselho de Governadores do Sistema de Reserva Federal, agosto de 2023.

métodos de projeção local para analisar a forma como os efeitos sobre os mercados obrigacionistas variam em função das condições do mercado de títulos do Tesouro dos Estados Unidos. São analisados dois tipos de dependência dos estados. A primeira abordagem analisa se o impacto da política monetária dos Estados Unidos difere consoante o nível de liquidez do mercado de títulos do Tesouro desse país, medido pelo *spline spread*, ou seja, a diferença entre a curva de rendimentos observada e uma curva interpolada de *spline* (como ilustrado no gráfico A). A segunda abordagem analisa se o efeito da política monetária dos Estados Unidos difere em função da dimensão das posições líquidas detidas por fundos alavancados em contratos de futuros sobre títulos do Tesouro (como ilustrado no gráfico B). Os choques de política monetária dos Estados Unidos são identificados num modelo de vetores autorregressivos bayesiano (BVAR) utilizando restrições de sinal e são calibrados para um aumento médio da restritividade de 10 pontos base da taxa de rendibilidade dos títulos do Tesouro a 10 anos ao longo de uma semana⁶. A estimativa da projeção local controla para variações na volatilidade do mercado acionista e na atividade económica e inclui uma variável artificial (*dummy*) para o período da pandemia.

A análise sugere que o impacto de um choque de política monetária dos Estados Unidos é maior quando a liquidez do mercado é baixa ou quando as posições curtas alavancadas são de grande dimensão. O impacto de um choque de política monetária dos Estados Unidos sobre as taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro a 2 anos é maior quando a liquidez do mercado de títulos do Tesouro nacional é relativamente baixa (gráfico C, painel a)⁷. Tal vai ao encontro de estudos anteriores que sugerem que os mercados financeiros tendem a tornar-se mais sensíveis à informação quando a liquidez do mercado é limitada⁸. Do mesmo modo, o efeito de um choque de política monetária dos Estados Unidos sobre as taxas de rendibilidade dos títulos do Tesouro a 2 anos tende a ser maior quando os fundos alavancados têm posições líquidas curtas relativamente elevadas em futuros sobre títulos do Tesouro (gráfico C, painel b)⁹. Os intervalos de confiança de 68% dos efeitos estimados sobrepõem-se ligeiramente, indicando que, embora a sensibilidade do mercado a choques varie de estado para estado, a diferença nos efeitos nem sempre é significativa.

⁶ Para mais pormenores sobre o modelo BVAR diário, ver Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. e Van Robays, I., [What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2560, BCE, maio de 2021.

⁷ Um choque de política monetária dos Estados Unidos de magnitude correspondente a um impacto médio de 10 pontos base sobre as taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro a 10 anos resulta num aumento de cerca de 13 pontos base das taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro a 2 anos, após uma semana quando a liquidez é baixa, mas cerca de 7 pontos base quando a liquidez no mercado de títulos do Tesouro dos Estados Unidos é relativamente elevada.

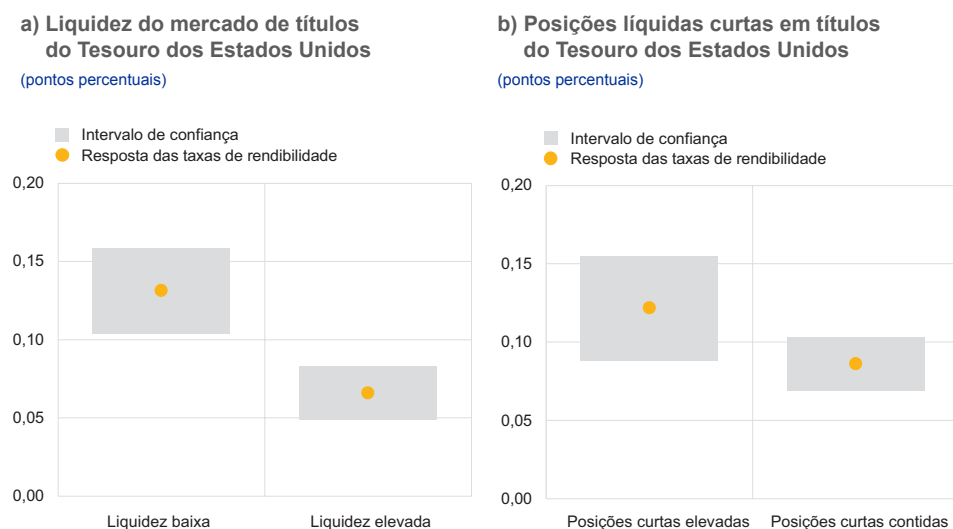
⁸ Ver, por exemplo, Guimarães, R., Pinter, G. e Wijnandts, J.C., [The liquidity state-dependence of monetary policy transmission](#), *Staff Working Papers*, n.º 1045, Bank of England, outubro de 2023; de Vette, N., Klaus, B., Kordel, S. e Sowiński, A., [Why market and funding liquidity matter and how they interact](#), *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2023, tema em destaque A, secção 2; e Adrian, T. e Shin, H.S., [Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles](#), *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 14, n.º 1, Federal Reserve Bank of New York, janeiro/fevereiro de 2008.

⁹ As estimativas apontam para um aumento de cerca de 12 pontos base das taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos a 2 anos, em resposta a um choque de política monetária, quando as posições líquidas curtas dos fundos alavancados são substanciais, o que compara com um aumento de cerca de 9 pontos base quando as posições curtas são relativamente contidas.

Gráfico C

Impacto de um choque de política monetária dos Estados Unidos em função das condições do mercado de títulos do Tesouro nacional

Resposta estimada das taxas de rendibilidade dos títulos do Tesouro a 2 anos em função de:



Fontes: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv e cálculos dos especialistas do BCE.

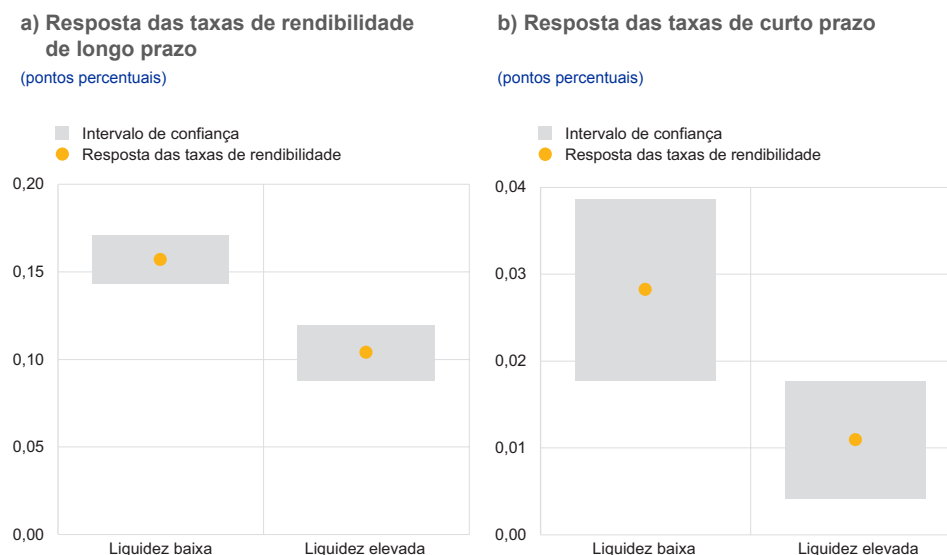
Notas: Os pontos amarelos representam a estimativa média da resposta das taxas de rendibilidade dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos a 2 anos a um choque de política monetária. O choque corresponde a um aumento de restritividade de cerca de 10 pontos base na taxa de rendibilidade a 10 anos dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos ao longo de uma semana e é estimado num modelo BVAR diário utilizando uma combinação de restrições de sinal e de magnitude relativa. As respostas a impulsos são apresentadas no impacto e estimadas utilizando projeções locais tendo em conta a dependência de cada estado, de acordo com Ramey, V. e Zubairy, S., "Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data", *Journal of Political Economy*, vol. 126(2), abril de 2018, pp. 850-901, pressupondo-se que o gama do parâmetro da transição do estado é 2. A estimativa utiliza dados semanais ao longo do período 2010-2023, controlando as variáveis para atividade económica, condições de financiamento, taxas de juro e incerteza do mercado (medida pelo Economic Surprise Index – o índice de surpresa económica publicado pelo Citigroup –, o diferencial entre as taxas a 10 e a 2 anos dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos, o índice de condições financeiras, o índice VIX e o índice MOVE), e inclui uma variável artificial (*dummy*) de crise para o surto da pandemia entre fevereiro e maio de 2020. Os estados são definidos com base na liquidez no mercado de títulos do Tesouro nacional (painel a) e nas posições líquidas de fundos alavancados em contratos de futuros de títulos do Tesouro dos Estados Unidos (painel b). As áreas sombreadas referem-se a intervalos de confiança de 68% com base em erros-padrão de Newey-West. Última observação: setembro de 2023.

Os resultados também evidenciam em parte que as condições do mercado de títulos do Tesouro dos Estados Unidos podem amplificar as reações à política monetária deste país por parte dos mercados obrigacionistas de outros países. Verifica-se que o efeito de um choque de política monetária dos Estados Unidos sobre os mercados obrigacionistas de outras economias avançadas é ligeiramente maior quando as condições de liquidez no mercado de títulos do Tesouro dos Estados Unidos são mais restritivas do que o normal (gráfico D, painéis a e b)¹⁰. Tal poderá estar relacionado com o papel significativo dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos em várias estratégias de negociação e fixação de preços de referência, bem como com o facto de uma deterioração da liquidez nos mercados deste país poder estar também relacionada com a diminuição da liquidez do mercado mundial.

¹⁰ Um choque de política monetária dos Estados Unidos está associado a um aumento de cerca de 16 pontos base das taxas de rendibilidade de longo prazo estrangeiras e de cerca de 3 pontos base das taxas de curto prazo estrangeiras, quando a liquidez do mercado de títulos do Tesouro dos Estados Unidos é mais restritiva do que o normal, em comparação com cerca de 10 e 1 pontos base, respetivamente, em condições normais de liquidez.

Gráfico D

Reação estimada da rentabilidade noutras economias avançadas a um choque de política monetária dos Estados Unidos em função das condições do mercado de títulos do Tesouro nacional



Fontes: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv e cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: Os pontos a amarelo representam a estimativa média da resposta das taxas de rentabilidade de longo prazo (painel a) e das taxas de curto prazo (painel b) das economias avançadas a um choque de política monetária dos Estados Unidos. O choque corresponde a um aumento de restritividade de cerca de 10 pontos base na taxa de rentabilidade a 10 anos dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos ao longo de uma semana e é estimado num modelo BVAR diário utilizando uma combinação de restrições de sinal e de magnitude relativa. As respostas a impulsos são apresentadas após uma semana e estimadas ao longo do período 2010-2023 por projeções locais tendo em conta a dependência do estado. As estimativas do coeficiente das projeções locais são comunicadas em função da situação do mercado de títulos do Tesouro dos Estados Unidos. O estado da liquidez do mercado de títulos do Tesouro é definido utilizando uma aproximação com base nos erros da rentabilidade média das obrigações do Tesouro nacional a partir de uma curva dos títulos do Tesouro ajustada. Controlos adicionais incluem o índice de volatilidade do mercado de ações VIX, os índices de surpresa económica mundiais e para os Estados Unidos publicados pelo Citigroup e os desfasamentos da variável dependente. As áreas sombreadas referem-se a intervalos de confiança de 68% com base em erros-padrão de Newey-West. Última observação: setembro de 2023.

Em termos gerais, a análise empírica sugere que as reações dos mercados obrigacionistas quer nacionais quer mundiais à política monetária dos Estados Unidos poderão ser mais fortes sob determinadas condições do mercado de títulos do Tesouro deste país. Estas conclusões podem ajudar

a explicar parte dos ajustamentos relativamente significativos das taxas de rentabilidade das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos observados em 2023, uma vez que a diminuição da liquidez do mercado de títulos do Tesouro poderá ser um dos fatores que contribuem para uma maior sensibilidade das taxas de rentabilidade. Os resultados empíricos ilustram igualmente a ligação entre as condições no mercado de títulos do Tesouro dos Estados Unidos e a sensibilidade mais generalizada dos mercados obrigacionistas à política monetária.

Por Massimo Ferrari Minesso, Marie-Sophie Lappe e Denise Rößler

A relação entre a evolução geopolítica e os preços do petróleo não é evidente.

Em termos históricos, não existe uma relação clara entre os preços do petróleo e os acontecimentos geopolíticos, tais como tensões emergentes entre países ou ataques terroristas. Por exemplo, imediatamente após os ataques de 11 de setembro, os preços do petróleo bruto Brent aumentaram 5% (cerca de cinco vezes a variação média diária do preço do Brent entre 2000 e 2023). Contudo, em 14 dias, o preço diminuiu cerca de 25%, em resultado de preocupações quanto ao enfraquecimento da procura de petróleo. Quando a Rússia invadiu a Ucrânia em fevereiro de 2022, os preços do petróleo Brent aumentaram quase 30% nas primeiras duas semanas após a invasão. No entanto, voltaram a diminuir, regressando aos níveis anteriores à invasão após cerca de oito semanas. Mais recentemente, os preços do petróleo Brent aumentaram cerca de 4% na sequência dos ataques terroristas em Israel em 7 de outubro de 2023, tendo depois estabilizado¹. Numa perspetiva mais abrangente, o gráfico A apresenta o índice de risco geopolítico mundial de Caldara e Iacoviello (2022) face ao logaritmo do preço do petróleo bruto Brent². O índice é construído aplicando métodos de análise textual a artigos de jornais e seguindo a cobertura noticiosa de eventos relacionados com tensões geopolíticas a nível mundial³. As grandes subidas do índice, que captam acontecimentos geopolíticos importantes, não estão sistematicamente associadas a preços do petróleo mais elevados ou mais voláteis. Pelo contrário, após muitos acontecimentos, os preços do petróleo permanecem fracos durante vários meses.

¹ Após um mês, o preço do petróleo bruto Brent situava-se abaixo do nível observado no dia anterior aos ataques, em 79 dólares dos Estados Unidos por barril.

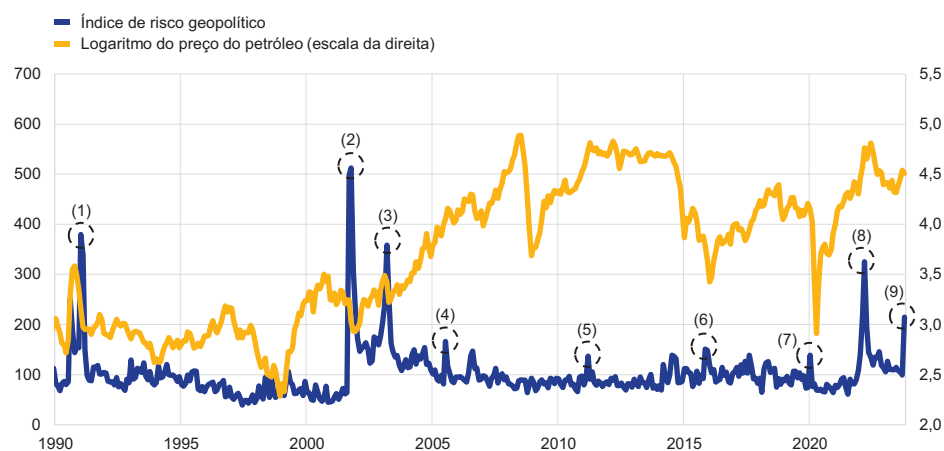
² Caldara, D. e Iacoviello, M., [Measuring Geopolitical Risk](#), *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 112, n.º 4, 2022, pp. 1194-1225.

³ O índice baseia-se em dez jornais (*Chicago Tribune*, *The Daily Telegraph*, *Financial Times*, *The Globe and Mail*, *The Guardian*, *Los Angeles Times*, *The New York Times*, *USA Today*, *The Wall Street Journal* e *The Washington Post*), sendo construído através da contagem mensal do número de artigos relacionados com acontecimentos geopolíticos adversos em cada jornal (em percentagem do número total de artigos noticiosos). É construído separadamente para a economia mundial e 44 países.

Gráfico A

Preços do petróleo e risco geopolítico desde 1990

(escala da esquerda: índice; escala da direita: algoritmo do preço do petróleo bruto Brent)



Os choques geopolíticos podem ter impacto nos preços do petróleo através de uma atividade económica mais baixa ou de riscos mais elevados para a oferta de matérias-primas.

Em princípio, o risco geopolítico pode afetar os preços das matérias-primas e do petróleo mediante dois canais principais. Em primeiro lugar, tensões geopolíticas mais elevadas atuam como um choque negativo sobre a procura mundial, porque aumentam a incerteza quanto às perspetivas económicas, o que afeta negativamente o consumo e o investimento e pode causar perturbações no comércio internacional. Em conjunto, estas forças levam a uma contração da atividade económica mundial, atenuando, em última instância, a procura e os preços do petróleo a nível mundial – é o chamado canal da atividade económica. Em segundo lugar, o canal do risco implica que os mercados financeiros podem potencialmente incorporar nos seus preços riscos mais elevados para a futura oferta de petróleo que vão para além do choque geopolítico do momento. Tal aumenta o valor líquido da detenção de contratos de petróleo (o chamado “rendibilidade de conveniência”) e exerce uma pressão em sentido ascendente sobre os preços do petróleo Brent⁴. Estes dois canais movem os mercados petrolíferos em direções opostas, sendo o canal que prevalece uma questão empírica. Outros fatores adicionais de complexidade incluem a possibilidade de os produtores de petróleo decidirem ajustar a sua produção de petróleo para estabilizar os preços.

Em média, um choque geopolítico a nível mundial exerce uma pressão em sentido descendente sobre os preços do petróleo. A reação dos preços do petróleo – medida pelo petróleo Brent – a choques geopolíticos mundiais pode ser identificada com um modelo de vetores autorregressivos (modelo VAR), excluindo a resposta dos produtores de petróleo e controlando as variáveis para a atividade

⁴ Ver Szymanowska, M., de Roon, F., Nijman, T. e van den Goorbergh, R., [An Anatomy of Commodity Futures Risk Premia](#), *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 69, n.º 1, 2014, pp. 453-482.

mundial e o ciclo financeiro⁵. O modelo abrange o período de janeiro de 2000 a outubro de 2023, sendo estimado com métodos bayesianos⁶. O gráfico B mostra as respostas estimadas iniciais e a três meses do preço do petróleo Brent a um choque geopolítico de um desvio-padrão de 1, que corresponde a cerca de um décimo do valor pressuposto pelo índice na sequência dos ataques de 11 de setembro (ponto a amarelo no gráfico, referente a um choque de risco geopolítico mundial). As elasticidades estimadas indicam ser necessário algum tempo até que os choques geopolíticos mundiais tenham impacto nos preços do petróleo Brent, os quais inicialmente permanecem estáveis (a elasticidade não é significativamente diferente de zero), antes de descenderem cerca de 1,2% após um trimestre. Tal sugere que o canal da atividade económica – as repercussões da maior incerteza em relação à procura – domina na reação dos mercados petrolíferos⁷. Por outras palavras, os choques geopolíticos mundiais implicam tipicamente riscos em sentido descendente para os preços do petróleo.

⁵ Os choques são identificados recorrendo à ordenação de Cholesky, com o índice de risco geopolítico colocado em primeiro lugar, como em Caldara e Iacoviello, *op. cit.* A ordenação implica que qualquer correlação contemporânea entre variáveis económicas e o índice de risco geopolítico reflete o efeito de acontecimentos geopolíticos nas variáveis económicas e não o contrário. Caldara e Iacoviello fornecem uma validação exaustiva deste pressuposto de exogeneidade.

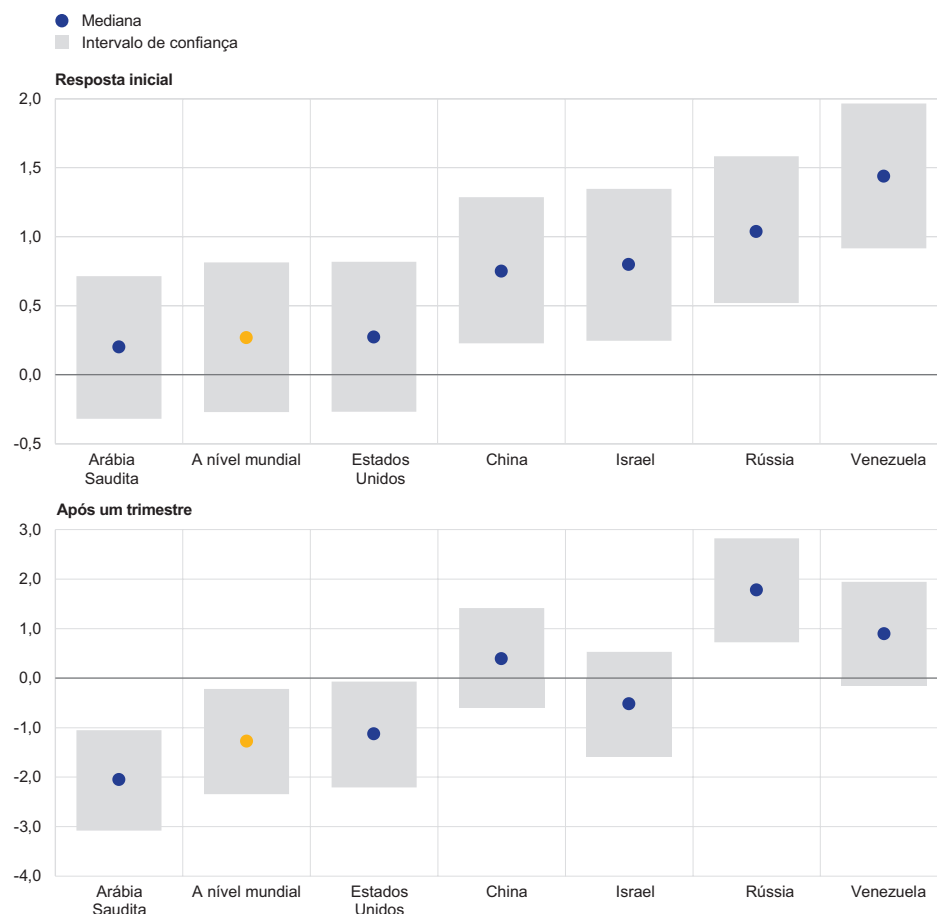
⁶ Mais especificamente, o modelo VAR inclui 12 desfasamentos de cinco variáveis mensais: o índice de risco geopolítico mundial, (o logaritmo do) preço do petróleo Brent, (o logaritmo da) produção industrial mundial, (o logaritmo do) preço do mercado bolsista dos Estados Unidos e a taxa de rendibilidade a 2 anos para captar o ciclo financeiro mundial. O modelo é estimado utilizando métodos bayesianos e os *a priori* de Minnesota. Os resultados são robustos no que respeita a ter em conta a pandemia de COVID-19, como estabelecido em Lenza, M. e Primiceri, G.E., [How to estimate a vector autoregression after March 2020](#), *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n.º 4, 2022, pp. 688-699. A amostra abrange o período de janeiro de 2000 a outubro de 2023.

⁷ A produção industrial mundial regista uma contração de cerca de 0,1% e os preços das ações de 0,5% ao longo do mesmo horizonte.

Gráfico B

Estimativa das respostas dos preços do petróleo a choques geopolíticos específicos de países e mundiais

(percentagens)



Fontes: Haver, Caldara e Iacoviello (2022) e cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: O gráfico mostra a resposta do preço do petróleo Brent a um choque de risco geopolítico de um desvio-padrão de 1. Os choques são identificados em consonância com Caldara e Iacoviello (2022), estimando modelos VAR específicos por país com a ordenação de Cholesky e sendo o índice de risco geopolítico colocado em primeiro lugar. Cada VAR inclui um índice de risco geopolítico específico por país, a produção industrial mundial, o preço do petróleo Brent, o índice do mercado bolsista interno e a taxa de rentabilidade a 2 anos dos Estados Unidos. Todas as variáveis, excluindo o índice e a taxa de rentabilidade a 2 anos, entram em logaritmos. A amostra abrange o período de janeiro de 2000 a outubro de 2023. Os países são ordenados de acordo com a dimensão da resposta inicial.

Contudo, o impacto dos choques geopolíticos varia de país para país, dependendo da origem dos choques em questão. As tensões advindas de

produtores de petróleo importantes ou de países que desempenham uma função estratégica na distribuição de produtos petrolíferos podem afetar de forma diferente os mercados do petróleo. Se os países envolvidos em tensões geopolíticas representarem uma percentagem reduzida da economia mundial, é pouco provável que afetem significativamente o crescimento mundial; tal tenderia a atenuar o canal da atividade económica dos choques geopolíticos. Todavia, se os países envolvidos forem importantes produtores nos mercados petrolíferos mundiais, os riscos para a oferta de petróleo podem gerar pressões consideráveis em sentido ascendente sobre os preços. Esta hipótese pode ser testada estimando a resposta dos preços do petróleo Brent a choques geopolíticos específicos de países, por oposição a choques geopolíticos mundiais. Para o efeito, o gráfico B também apresenta as elasticidades estimadas dos preços do petróleo a choques geopolíticos advindos

de alguns dos maiores produtores de petróleo (Estados Unidos, Arábia Saudita, Rússia e China), da Venezuela (que detém as maiores reservas de petróleo) e de Israel (que, não sendo um país produtor de petróleo, é um interveniente decisivo na política do Médio Oriente)⁸. As estimativas apontam para variações significativas nas respostas específicas por país, o que sugere que nem todos os choques geopolíticos são iguais. Os choques nos Estados Unidos têm um comportamento semelhante ao dos choques mundiais: a reação é inicialmente insignificante e passa depois a ser negativa, em -1,1%, após um trimestre. Tal não é surpreendente, tendo em conta o papel importante que os Estados Unidos desempenham na economia mundial. As reações são diferentes quando são considerados choques de outras fontes. Os choques na Arábia Saudita permanecem contracionistas, sugerindo que a evolução geopolítica nesse país espelha padrões mundiais⁹. Contudo, as tensões geopolíticas associadas à China, a Israel, à Rússia e à Venezuela exercem pressão em sentido ascendente sobre o preço do petróleo Brent, que aumenta imediatamente entre 0,8 e 1,5%¹⁰. Para estes países, o canal de risco domina claramente: os preços do petróleo aumentam, porque os comerciantes esperam perturbações na futura oferta de petróleo.

As pressões sobre os preços do petróleo decorrentes de choques geopolíticos adversos são, em geral, de curta duração, com as elasticidades a tornarem-se insignificantes após um trimestre para a maioria dos países¹¹.

As pressões sobre os preços devido a choques geopolíticos na maioria dos países são breves, uma vez que as preocupações quanto à futura oferta de petróleo se desvanecem¹². Os efeitos sobre os preços podem, no entanto, durar mais tempo, dependendo da duração das tensões geopolíticas na amostra considerada ou devido a fatores específicos de cada país. De um modo geral, a evidência empírica sugere que os choques geopolíticos podem ter distintas implicações consoante os países envolvidos. A recente incerteza geopolítica acrescida realça a necessidade de identificar a natureza dos choques geopolíticos para separar os seus efeitos sobre os preços do petróleo e a inflação.

⁸ O Irão e o Iraque – outros dois países produtores de petróleo importantes – são excluídos, dado que não estão disponíveis índices específicos para os mesmos. Ao invés, Israel é incluído na qualidade de vizinho geopolítico mais próximo do Irão, visto que as tensões em Israel envolvem frequentemente também o Irão. Neste caso, as elasticidades são construídas substituindo o índice mundial por um dos índices específicos por país. O modelo VAR controla as variáveis para a evolução macroeconómica a nível local e mundial e utiliza o índice como um instrumento interno para identificar choques geopolíticos específicos de cada país.

⁹ Os índices de risco geopolítico mundial e da Arábia Saudita estão fortemente correlacionados.

¹⁰ Os resultados de Israel poderão captar o potencial envolvimento do Irão – um importante país produtor de petróleo – nas tensões geopolíticas.

¹¹ No que respeita à Rússia, os choques geopolíticos continuam a influenciar os mercados petrolíferos após um trimestre, permanecendo os preços 2% mais elevados. No caso da invasão da Ucrânia pela Rússia em 2022, tal poderá refletir a imposição de um embargo às importações de petróleo da Rússia.

¹² É provável que tal se deva à curta duração das tensões geopolíticas ou à utilização de outros produtores de petróleo para garantir a oferta. Os dados não parecem apoiar a explicação alternativa de que a procura mundial regista uma contração após choques geopolíticos regionais nestas economias, dado que a resposta do produto mundial é tipicamente insignificante nos modelos VAR específicos por país.

Produto potencial em períodos de choques temporários sobre a oferta

Por Guzmán González-Torres, José Emilio Gumiel e Béla Szörfi

De acordo com as estimativas de importantes instituições internacionais, o desvio do produto da área do euro manteve-se negativo ou muito próximo de zero nos últimos anos, apesar do aumento da inflação subjacente na área do euro¹. Devido a considerações de política relacionadas com a sustentabilidade orçamental, financeira e externa, as estimativas do produto potencial produzidas por instituições internacionais como o Fundo Monetário Internacional (FMI), a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) e a Comissão Europeia são calculadas com base no pressuposto de que, em geral, o produto potencial apenas flutua em resposta a choques estruturais de médio prazo, ou seja, choques permanentes ou altamente persistentes². Esta abordagem manteve-se durante a pandemia e o choque sobre a oferta associado, que muitos pressupuseram ser transitório, dada a inversão das medidas de contenção e o apoio dado pelas políticas macroeconómicas³.

Um modelo de procura agregada-oferta agregada simples ilustra a forma como choques temporários sobre a oferta, que não alteram o produto potencial, criam desvios do produto negativamente correlacionados com a inflação⁴.

O modelo prevê que choques positivos sobre a procura agregada criem desvios do produto positivos, fazendo simultaneamente subir tanto o produto como a inflação (gráfico A, painel a). Simultaneamente, choques adversos temporários do lado da oferta – ou seja, choques sobre a oferta que provocam uma subida da inflação, mas não alteram o produto potencial – resultam num produto abaixo do potencial. Por outras palavras, estes choques causam desvios do produto negativos (gráfico A, painel b). Uma queda do produto e um aumento da inflação simultâneos que não conduzam a um desvio do produto negativo só podem ser alcançados se o produto

¹ Ver [Autumn 2023 Economic Forecast: A modest recovery ahead after a challenging year](#), Comissão Europeia, Bruxelas, novembro de 2023, [World Economic Outlook: Navigating Global Divergences](#), FMI, Washington D.C., outubro de 2023, e [Economic Outlook: Restoring growth](#), OCDE, Paris, novembro de 2023.

² Ver Chalaux, T. e Guillemette, Y., [The OECD Potential Output Estimation Methodology](#), *Economics Department Working Papers*, n.º 1563, OCDE, Paris, 2019, Havik, K. et al., [The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps](#), *Economic Papers*, 535, Comissão Europeia, Bruxelas, novembro de 2014, e De Resende, C., [IEO Evaluation Report](#), *IMF Forecasts*, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, Washington D.C., abril de 2014, capítulo 5.

³ Para mais pormenores, ver o artigo intitulado [The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, Frankfurt am Main, 2020.

⁴ A teoria macroeconómica abrange uma variedade de conceitos de produto potencial que diferem no grau em que equilibram a captação do nível de produção de longo prazo relativamente estável em detrimento da sinalização de pressões inflacionistas na presença de choques temporários sobre a capacidade produtiva da economia. Ver, por exemplo, Vetlov, I., Hlédik, T., Jonsson, M., Kucsera, H. e Pisani, M., [Potential Output in DSGE Models](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1351, BCE, Frankfurt am Main, 2011. Tipicamente, as instituições internacionais medem o produto potencial como o nível mais elevado de atividade económica que pode ser sustentado a longo prazo. Assim sendo, estas medidas do produto potencial refletem uma perspetiva de médio a longo prazo do produto, com taxas de crescimento relativamente lentas ao longo do tempo. A diferença entre o produto observado e o potencial é designada por desvio do produto, que reflete a posição cíclica da economia. Em períodos normais – ou seja, quando os choques sobre a procura ditam a fase da economia – considera-se que o desvio do produto assinala pressões inflacionistas de curto prazo.

potencial diminuir pelo menos tanto como o produto. Se o produto potencial não for afetado, e partindo do princípio de que não existem efeitos de segunda ordem significativos decorrentes do aumento dos salários, a inflação regressará ao nível inicial. No primeiro caso, o desvio do produto convergirá para zero a partir de um nível positivo, enquanto, no segundo, regressará a zero a partir de um nível negativo.

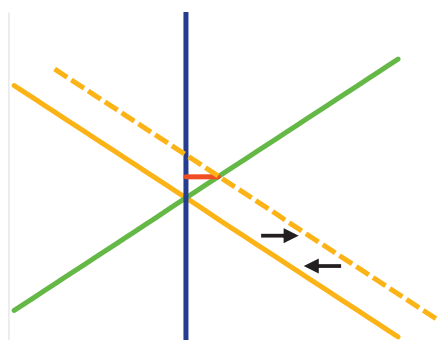
Gráfico A

Modelo de procura agregada-oferta agregada simples

a) Choque sobre a procura agregada

(eixo dos x: produto; eixo dos y: inflação)

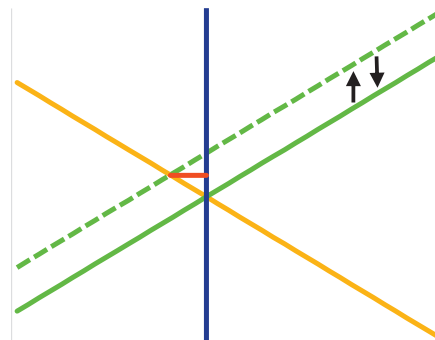
- Procura agregada inicial
- Oferta agregada inicial
- Produto potencial
- Desvio do produto
- Choque sobre a procura agregada



b) Choque temporário sobre a oferta agregada

(eixo dos x: produto; eixo dos y: inflação)

- Procura agregada inicial
- Oferta agregada inicial
- Produto potencial
- Desvio do produto
- Choque temporário sobre a oferta



Fonte: Especialistas do BCE.

Notas: O gráfico ilustra o modelo de procura agregada-oferta agregada⁵, com o produto no eixo dos x e a inflação no eixo dos y. A linha da oferta agregada representa a taxa de inflação que resultaria das decisões de fixação de preços por parte das empresas em qualquer nível de produção no curto prazo. A linha da oferta agregada desloca-se em sentido ascendente (descendente) em resposta a variações nas estruturas de custos das empresas – como aumentos (descidas) dos preços dos fatores de produção, descidas (aumentos) da disponibilidade dos fatores de produção e descidas (aumentos) da produtividade – bem como aumentos (descidas) das expectativas de inflação das empresas. A linha da procura agregada representa a quantidade de bens e serviços procurados pelas famílias, empresas, administrações públicas e pelo setor externo no curto prazo em qualquer nível de inflação. A linha da procura agregada desloca-se para fora (para dentro) em resposta a uma variedade de choques sobre a procura, por exemplo, aumentos (descidas) do rendimento das famílias, descidas (aumentos) dos custos de investimento, aumentos (descidas) da despesa pública ou depreciações (apreciações) cambiais. O pressuposto caráter temporário dos choques representados leva as linhas correspondentes a deslocar-se primeiro para fora (em sentido ascendente) e, de seguida, a regressar às suas posições originais. O desvio do produto é medido como a distância horizontal entre o nível de equilíbrio do produto e do produto potencial. Pressupõe-se que este último se mantenha inalterado ao longo de todo o período.

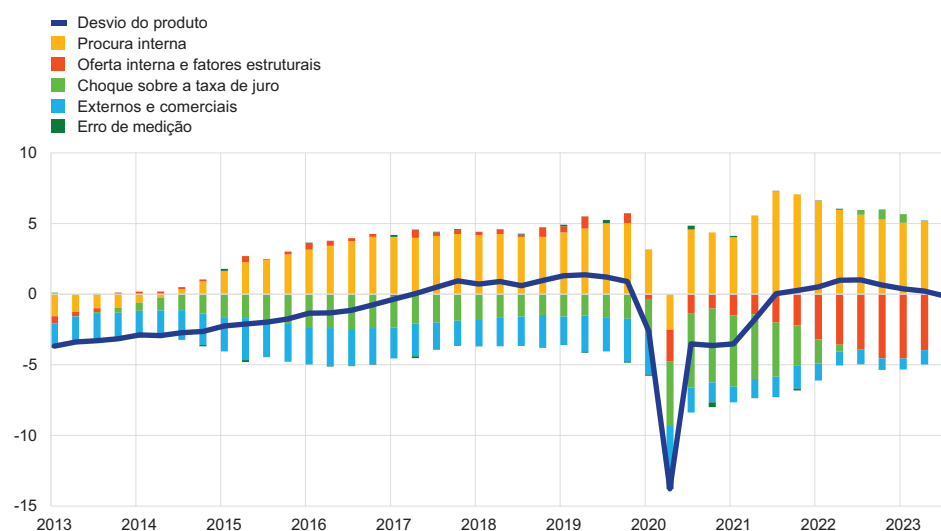
⁵ Ver, por exemplo, Robert, F., Bernanke, B., Antonovics, K. e Heffetz, O., *Principles of Economics*, oitava edição, McGraw-Hill Education, Nova Iorque, NY, 2022.

Modelos estruturais, como o novo modelo para o conjunto da área do euro (New Area-Wide Model – NAWM), podem ajudar a ilustrar os efeitos de choques da oferta sobre o produto potencial⁶. O NAWM é utilizado para apresentar uma decomposição do desvio do produto da Comissão Europeia, imposto como uma variável observada. Esta configuração identifica separadamente os fatores impulsionadores da oferta e da procura (gráfico B), entre outros fatores. A decomposição mostra que a consideração do produto potencial como relativamente constante leva o modelo a identificar os choques sobre a oferta recentemente observados como contributos negativos para o desvio do produto. Sugere também que os choques sobre a oferta desempenharam um papel limitado no período que antecedeu a pandemia, altura em que dominaram os choques sobre a procura. Em suma, a predominância de choques sobre a oferta pareceria ser um acontecimento excecional numa perspetiva histórica.

Gráfico B

Decomposição dos choques com base no NAWM da estimativa interpolada do desvio do produto da Comissão Europeia

(eixo dos x: trimestres; eixo dos y: percentagem do produto potencial e contributos percentuais)



Fontes: Previsões económicas do outono de 2023 da Comissão Europeia e cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: A Comissão Europeia não fornece estimativas trimestrais do desvio do produto. As suas estimativas anuais do desvio do produto foram, por conseguinte, interpoladas numa frequência trimestral pelos especialistas do BCE. A categoria "Oferta interna e fatores estruturais" inclui os contributos do estado inicial, do choque sobre a taxa de desconto do modelo, do choque tecnológico permanente, dos choques tecnológicos transitórios e específicos do investimento, bem como das margens de salários e de preços. "Choque sobre a taxa de juro" compreende o choque sobre a taxa de juro de curto prazo e o choque sobre a redução da banca de retalho. "Procura interna" inclui o choque sobre o prémio de risco interno e o choque sobre a despesa pública. A categoria "Externos e comerciais" capta os choques sobre a procura externa, os preços externos, as taxas de juro a 3 meses e a 10 anos dos Estados Unidos, os preços das exportações dos concorrentes, os preços do petróleo, a procura de importações, as preferências de exportação, os choques das margens sobre os preços das exportações e importações, bem como um choque sobre o prémio de risco externo.

O ajustamento das estimativas do desvio do produto para os choques sobre a oferta acima identificados tornaria o primeiro mais positivo para os anos de 2021-2023, embora resultasse numa estimativa do produto potencial mais volátil. Tal seria uma consequência direta do pressuposto de que os choques sobre

⁶ O NAWM é um modelo de equilíbrio geral estocástico dinâmico utilizado durante os exercícios de projeção do BCE. Ver Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. e Warne, A., [The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2200, BCE, Frankfurt am Main, novembro de 2018.

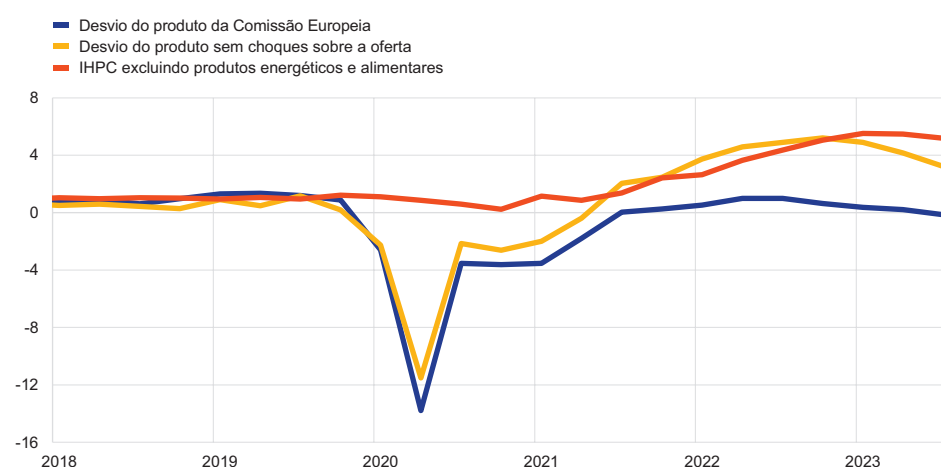
a oferta identificados pelo NAWM seriam de natureza mais permanente do que o implícito na decomposição acima referida e, por conseguinte, absorvidos sobretudo pelo nível do produto potencial ao invés do desvio do produto (gráfico C, painel a). A estimativa do produto potencial resultante desta hipótese de experimentação diminui em 2020 e novamente em 2022, devido a choques transitórios sobre a oferta, aumentando significativamente a sua volatilidade (gráfico C, painel b).

Gráfico C

Consideração de choques temporários sobre a oferta na estimativa do produto potencial da Comissão Europeia

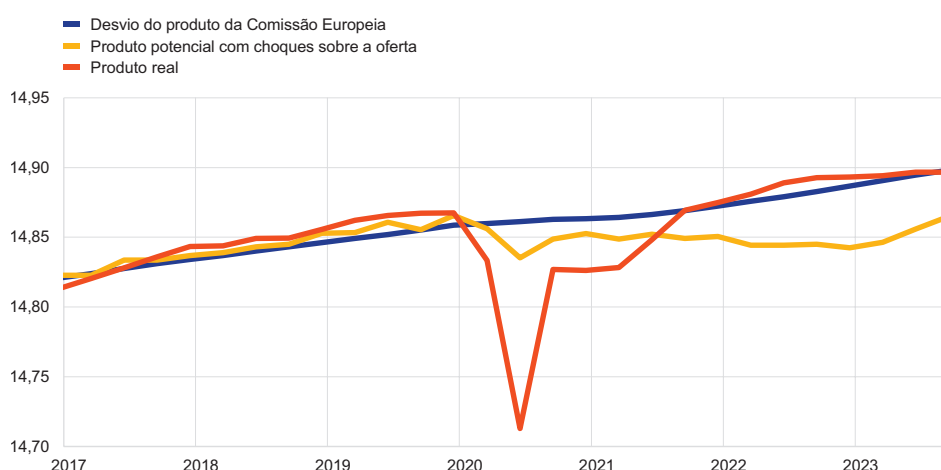
a) Estimativas alternativas do desvio do produto e inflação medida pelo IHPCX

(eixo dos x: trimestres; eixo dos y: percentagem do produto potencial, taxa de variação homóloga (%))



b) Estimativas alternativas do produto potencial e PIB real

(eixo dos x: trimestres; eixo dos y: níveis logarítmicos)



Fontes: Previsões económicas do outono de 2023 da Comissão Europeia e cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: A série "Desvio do produto sem choques sobre a oferta" mostra o desvio do produto da Comissão Europeia quando são subtraídos os choques sobre a oferta identificados pelo NAWM no gráfico B. A série "Produto potencial com choques sobre a oferta" mostra a estimativa implícita do produto potencial resultante da referida estimativa do desvio do produto.

As medidas da margem disponível baseadas em inquéritos captam a utilização da capacidade produtiva ou a força relativa da procura sem necessidade de um modelo económico. Estas medidas fornecem orientações empíricas sobre até que ponto as alterações transitórias da capacidade produtiva a nível das

empresas afetam o nível do produto potencial relevante para a inflação. Inquéritos sobre o grau de utilização da capacidade produtiva das empresas mostram que as empresas nos setores da indústria transformadora, dos serviços e da construção produziam com uma capacidade produtiva relativamente elevada no início da pandemia, enquanto, durante a pandemia, operavam com uma utilização da capacidade produtiva menor do que o indicado pelas estimativas convencionais do desvio do produto⁷. A utilização da capacidade produtiva recuperou rapidamente em 2021 e atingiu máximos históricos no início de 2022. Abrandou significativamente na indústria transformadora em 2022-2023 (embora se tenha mantido acima da média histórica), tendo permanecido forte nos serviços e na construção.

As medidas da margem disponível obtidas a partir de inquéritos às empresas refletem melhor a dinâmica da inflação nos últimos anos, mas produzem contrapartidas da tendência do produto mais voláteis. A utilização da capacidade produtiva apresenta um co-movimento relativamente forte com a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, o que sugere a continuação da pressão em sentido ascendente sobre a inflação subjacente, embora registando uma diminuição parcial (gráfico D, painel a). Uma análise econométrica utilizando uma curva de Phillips de forma reduzida confirma que a medida da margem disponível baseada em inquéritos produz erros de previsão da inflação de curto prazo ligeiramente menores para o período recente de inflação elevada. No entanto, os indicadores da margem disponível baseados em inquéritos a nível das empresas apresentam uma tendência do produto ainda mais volátil durante a pandemia do que a medida da margem disponível construída utilizando o exercício do NAWM (gráfico D, painel b). Tal sugere que estes indicadores podem não fornecer estimativas adequadas do produto potencial no médio prazo.

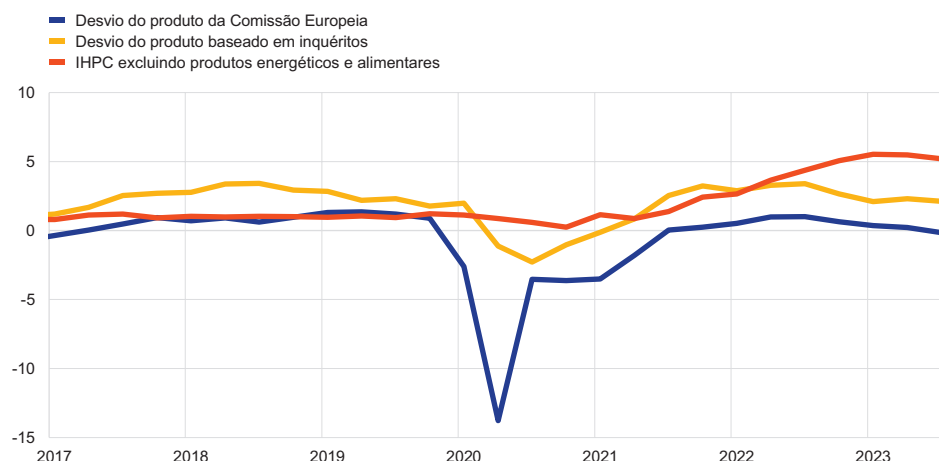
⁷ Os inquéritos da Comissão Europeia às empresas medem o nível médio da utilização da capacidade produtiva das empresas, bem como os principais fatores económicos que limitam a produção: procura, mão de obra, outros fatores de produção (materiais, equipamento e espaço), restrições financeiras, condições meteorológicas, outros fatores ou nenhum dos fatores acima mencionados. Embora a utilização da capacidade produtiva apenas esteja disponível para a indústria transformadora e os serviços a partir de 2011, as séries relativas a alguns dos fatores limitativos estão disponíveis para ambos os setores e a construção a partir de 2003. Destes fatores, a procura como fator limitativo da produção tem uma elevada correlação com a utilização da capacidade produtiva. Esta última é, por conseguinte, utilizada como uma aproximação para medir a margem disponível.

Gráfico D

Comparação entre uma medida da margem disponível baseada em inquéritos e a estimativa do desvio do produto da Comissão Europeia

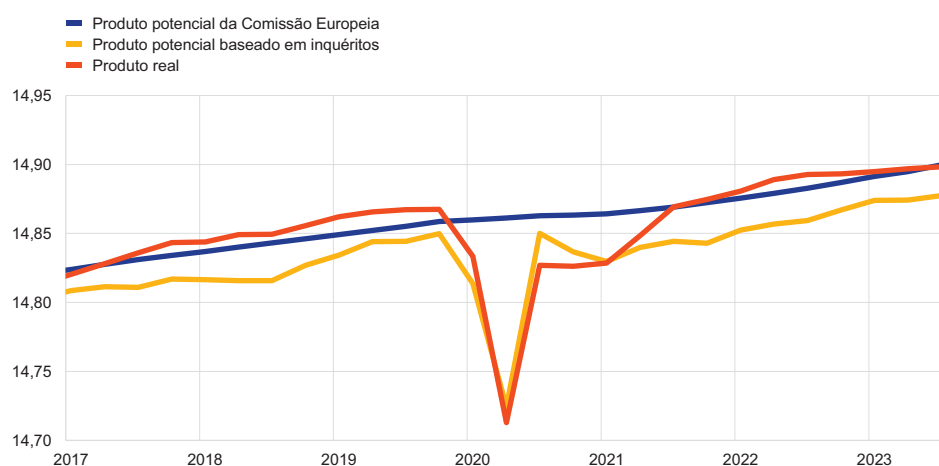
a) Medidas alternativas do desvio do produto e inflação medida pelo IHPCX

(eixo dos x: trimestres; eixo dos y: percentagem do produto potencial, taxa de variação homóloga (%))



b) Medidas alternativas do produto potencial e PIB real

(eixo dos x: trimestres; eixo dos y: níveis logarítmicos)



Fontes: Previsões económicas do outono de 2023 da Comissão Europeia, especialistas do BCE e inquéritos da Comissão Europeia às empresas.

Em conclusão, estimativas alternativas do produto potencial e do desvio do produto podem complementar, em determinados momentos, as estimativas de médio prazo de importantes instituições internacionais. As medidas complementares relativas à margem disponível propostas parecem proporcionar melhores previsões da inflação no curto prazo em períodos de choques temporários sobre a oferta do que uma estimativa do desvio do produto baseada numa noção constante do produto potencial. Contudo, é necessário ter cautela na interpretação das estimativas baseadas na margem disponível como medidas da fase do ciclo económico, dado que as estimativas do produto potencial daí decorrentes são mais voláteis, podendo fornecer menos informação sobre as perspetivas de crescimento da economia no médio prazo.

A política monetária e o abrandamento recente na indústria transformadora e nos serviços

Por Niccolò Battistini e Johannes Gareis

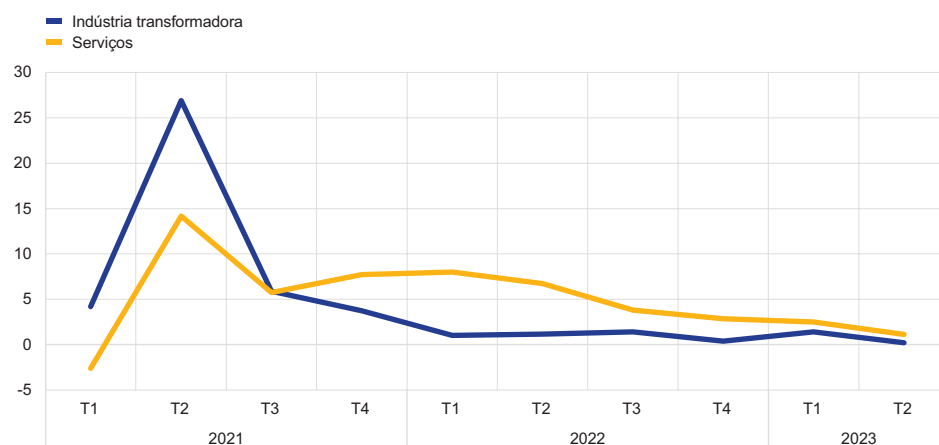
A atividade económica na área do euro abrandou tanto na indústria transformadora como nos serviços¹.

Desde o final de 2021 que a atividade económica, medida em termos de valor acrescentado bruto real, tem crescido a um ritmo significativamente mais rápido no setor dos serviços mercantis – ou seja, serviços excluindo administração pública, educação, saúde e ação social – do que no setor da indústria transformadora (gráfico A). Tal refletiu, por um lado, uma procura relativamente dinâmica de serviços com uma grande componente de contacto, apoiada pela reabertura da economia após a pandemia e, por outro lado, uma fraca procura de bens, estrangulamentos no abastecimento a nível mundial e, posteriormente, uma maior restritividade das condições de financiamento provocada pela resposta da política monetária ao aumento rápido e forte da inflação². No entanto, recentemente, a atividade dos serviços, que habitualmente segue a indústria transformadora no ciclo económico, também enfraqueceu³. A presente caixa analisa as propriedades de indicador avançado da atividade da indústria transformadora na área do euro para os serviços mercantis, centrando-se no papel da política monetária.

Gráfico A

Atividade da indústria transformadora e dos serviços na área do euro

(taxas de variação homólogas)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: A indústria transformadora refere-se ao valor acrescentado bruto real da secção C da nomenclatura estatística das atividades económicas (NACE Rev. 2), excluindo a Irlanda. Os serviços referem-se ao valor acrescentado bruto real das secções G a N e R a U da NACE Rev. 2 (serviços mercantis).

¹ A medida para a atividade da indústria transformadora refere-se ao agregado da área do euro excluindo a Irlanda, devido à volatilidade considerável dos produtos de propriedade intelectual irlandeses. Ver a caixa intitulada [Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2023.

² Ver a caixa intitulada [Qual o papel dos efeitos da reabertura nos vários países e setores?](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2023, a caixa intitulada [O impacto dos preços mais elevados dos produtos energéticos no consumo de bens e serviços na área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2022, bem como o artigo intitulado [The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2023.

³ Para uma análise baseada em inquéritos, ver a caixa intitulada [The drivers of recent developments in business activity expectations across sectors](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2023.

Uma análise dos avanços e desfasamentos (*lead-lag analysis*) mostra que a atividade da indústria transformadora tem um avanço sobre a atividade dos serviços ao longo do ciclo económico. Esta análise estima os coeficientes de correlação em diferentes avanços (*leads*) e desfasamentos (*lags*) na atividade da indústria transformadora e na atividade dos serviços entre o primeiro trimestre de 1999 e o segundo trimestre de 2023, tanto para o conjunto da amostra como também para períodos móveis de cinco anos. Os resultados demonstram que a indústria transformadora parece estar em avanço em relação aos serviços, embora recentemente num grau ligeiramente menor, não sendo possível estabelecer uma relação clara de comportamento avançado na direção contrária (gráfico B). Estes resultados mantêm-se inalterados em diferentes horizontes e são confirmados por testes de causalidade de Granger, que sugerem que a atividade da indústria transformadora permite prever melhor a atividade dos serviços do que o oposto. Esta particularidade da indústria transformadora pode ser explicada por várias características dos bens em relação aos serviços, tais como a sua maior dependência da procura externa através do comércio e da competitividade, as cadeias de abastecimento mais longas e os fundos de maneo necessários à sua produção mais elevados, assim como a sua maior durabilidade. Além disso, as ligações entre produção e produto entre os dois setores tendem a provocar efeitos de repercussão que, em média, passam principalmente da indústria transformadora para os serviços⁴. Estas características significam que, por norma, a atividade da indústria transformadora reage de forma mais forte e rápida a determinados choques económicos, tais como variações nas taxas de juro⁵. Em termos gerais, os resultados sugerem que a evolução da indústria transformadora contém informação relevante para a evolução a curto prazo dos serviços e, por conseguinte, para o resto da economia. Contudo, na atual conjuntura, tal poderá não ser ainda totalmente evidente, devido aos efeitos da reabertura da economia, que apoiaram a atividade no setor dos serviços⁶.

⁴ No setor dos serviços, estes efeitos de repercussão são particularmente relevantes para os serviços prestados às empresas. Ver, por exemplo, a caixa intitulada [Developments in the services sector and its relationship with manufacturing](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2019. No entanto, os efeitos podem também ir no sentido inverso, ou seja, dos serviços para a indústria transformadora, num contexto de grandes choques específicos dos serviços, tais como as restrições à mobilidade e a reabertura da economia observadas desde o início da pandemia.

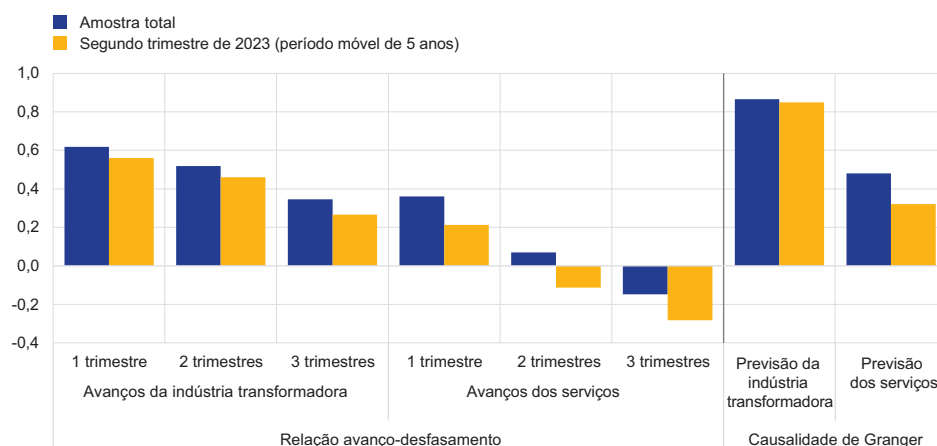
⁵ Ver, por exemplo, Dedola, L. e Lippi, F., "The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries", *European Economic Review*, vol. 49, n.º 6, 2005, pp. 1543-1569; Peersman, G. e Smets, F., "The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area", *The Economic Journal*, vol. 115, n.º 503, 2005, pp. 319-342; e Hahn, E., [The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 796, BCE, 2007.

⁶ Ver a caixa intitulada [Qual o papel dos efeitos da reabertura nos vários países e setores?](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2023.

Gráfico B

Relação de avanço entre a atividade da indústria transformadora e dos serviços

(relação avanço-desfasamento: coeficiente de correlação; causalidade de Granger: um menos valor-p)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Os testes de causalidade de Granger baseiam-se em modelos de vetores autorregressivos com três variáveis, nomeadamente o valor acrescentado bruto real na indústria transformadora, nos serviços e no resto da economia, estimados entre o primeiro trimestre de 1999 e o segundo trimestre de 2023. A medida de um menos valor-p refere-se à probabilidade de a hipótese de não existir causalidade de Granger poder ser rejeitada.

Um modelo empírico confirma que os choques de política monetária têm um maior impacto na indústria transformadora do que nos serviços.

Um modelo de vetores autorregressivos estruturais bayesiano (*Bayesian structural vector autoregression* – BSVAR) inclui verdadeiras surpresas em termos de política monetária, como refletido nas variações das taxas isentas de risco dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 1 ano em torno dos anúncios de política monetária do BCE, para ajudar a identificar choques de política monetária (ou seja, variações inesperadas nas taxas de juro). Inclui também a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 1 ano, a atividade económica da indústria transformadora, nos serviços e no resto da economia, bem como outras variáveis nacionais e externas⁷. Pressupõe-se que os choques de política monetária provoquem aumentos nos movimentos das taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* e na taxa de rendibilidade das obrigações soberanas no momento do impacto e reduzam a atividade económica ao longo do ano seguinte. Os resultados sugerem que o impacto dos choques de política monetária na indústria transformadora é

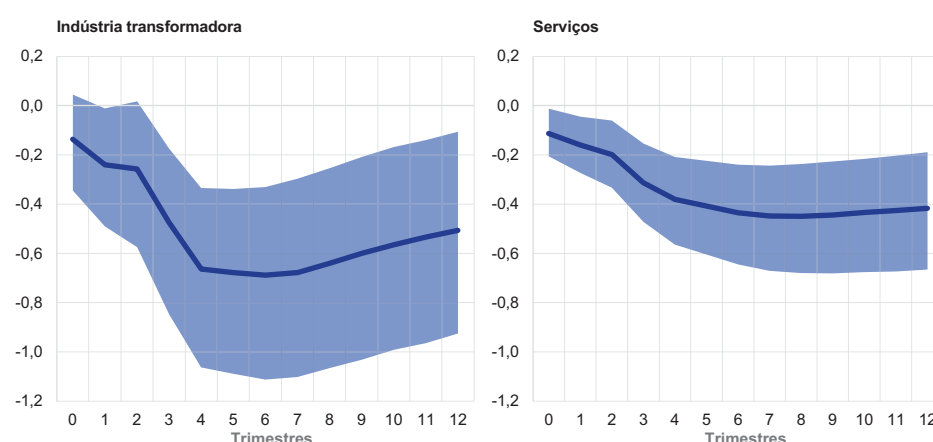
⁷ O modelo BSVAR usa dados da área do euro compreendidos entre o terceiro trimestre de 1999 e o segundo trimestre de 2023. Além das verdadeiras surpresas em termos de política monetária, a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 1 ano e as variáveis da atividade real, o modelo inclui o deflator do consumo privado, a taxa de câmbio efetiva, a procura externa e o Global Supply Chain Pressure Index do Federal Reserve Bank of New York. O modelo tem em conta a grande volatilidade dos dados macroeconómicos em 2020 ao usar um ajustamento de heterocedasticidade para a pandemia. 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. As verdadeiras surpresas em termos de política monetária são identificadas com restrições de sinal utilizando variações das taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 1 ano e dos preços das ações em torno de eventos de política monetária da base de dados de política monetária da área do euro. Pressupõe-se que um aumento inesperado da restritividade da política monetária faça aumentar as taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* e diminuir os preços das ações num curto intervalo de tempo em torno do anúncio de política monetária, enquanto o oposto se verifica para uma redução inesperada da restritividade da política monetária. Posteriormente, estas surpresas são somadas no trimestre correspondente de modo a obter a mesma base trimestral das variáveis da atividade real. Ver Altavilla, C., Brugnolini, L., Gurkaynak, R. S., Motto, R., e Ragusa, G., "Measuring euro area monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, dezembro de 2019, pp. 162-179; e Jarociński, M. e Karadi, P., "Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12, n.º 2, abril de 2020, pp. 1-43.

quase duas vezes mais forte do que o impacto nos serviços e ocorre com cerca de dois trimestres de antecedência. De um modo geral, tal está em linha com dados recentes obtidos através de diferentes instrumentos empíricos (gráfico C)⁸. Esta reação mais forte e mais rápida da indústria transformadora a alterações inesperadas nas taxas de juro ajuda a explicar a sua propriedade de indicador avançado no ciclo económico e sugere que a maior restritividade da política monetária pode, entre outros fatores, estar a desempenhar um papel importante no ritmo do abrandamento da atividade da indústria transformadora e dos serviços.

Gráfico C

Impacto médio dos choques de aumento da restritividade da política monetária na atividade da indústria transformadora e dos serviços

(variações em percentagem)



Fontes: Eurostat, Eurosistema, Altavilla *et al.*, *op. cit.* e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico apresenta funções de resposta a impulsos com base no modelo BSVAR da atividade da indústria transformadora e dos serviços a um choque de aumento da restritividade da política monetária de um desvio-padrão. A linha contínua representa a mediana das respostas e as áreas sombreadas representam os intervalos de credibilidade de 68% (as respostas são também significativas no nível de credibilidade de 90%). Os choques de política monetária estão identificados com restrições de sinal usando verdadeiras surpresas em termos de política monetária, como refletido nas variações das taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* em torno dos anúncios de política monetária, como instrumentos. Pressupõe-se que os choques de política monetária provoquem aumentos nos movimentos das taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* e na taxa de rentabilidade das obrigações soberanas do prazo correspondente e reduzam a atividade económica ao longo do ano seguinte. Presume-se que todos os restantes choques incluídos no modelo tenham um impacto absoluto mais reduzido nos movimentos das taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* do que os choques de política monetária.

O aumento recente da restritividade da política monetária foi exercendo progressivamente mais pressão sobre a atividade económica ao longo de 2023.

De acordo com o modelo, a maior restritividade provocada por choques de política monetária começou a afetar a atividade económica logo no terceiro trimestre de 2022 quando o BCE aumentou as taxas de juro pela primeira vez, alguns trimestres após o primeiro anúncio de normalização da política monetária, no final de 2021 (gráfico D). À medida que as taxas de juro continuaram a subir e o impacto dos choques anteriores se foi acumulando, os efeitos negativos da maior restritividade da política monetária intensificaram-se no primeiro semestre de 2023, com a indústria transformadora a ser afetada mais rápida e intensamente do que os serviços. De acordo com o modelo, é também provável que os efeitos de

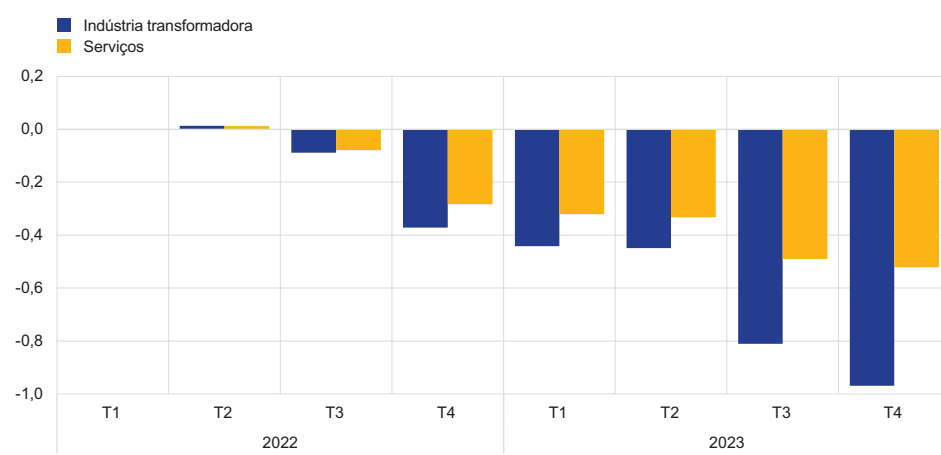
⁸ Estes resultados estão qualitativa e quantitativamente em linha com estudos anteriores que indicam a existência de um efeito mais forte da política monetária sobre a indústria transformadora e um efeito ligeiramente mais persistente sobre os serviços. Ver Hauptmeier, S., Holm-Hadulla, F. e Nikalixi, K., *Monetary policy and regional inequality*, *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2385, BCE, 2020. Ver igualmente a caixa intitulada *Industry structure and the real effects of monetary policy*, *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2023.

política monetária tenham aumentado novamente no segundo semestre de 2023, à medida que continuaram a repercutir-se na economia, em parte devido ao atraso significativo na reação do setor dos serviços. Importa realçar que estes resultados captam apenas o impacto dos choques de política monetária e não o aumento mais generalizado das taxas de juro, que refletiu a resposta sistemática da política monetária ao aumento da inflação. Este último sugerirá um efeito mais alargado do recente aumento da restritividade da política monetária sobre a atividade, indo além do impacto dos choques de política monetária identificados⁹.

Gráfico D

Impacto efetivo de choques de política monetária na atividade da indústria transformadora e dos serviços

(variações em percentagem desde o quarto trimestre de 2021)



Fontes: Eurostat, Eurosistema, Altavilla *et al.*, *op. cit.* e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico apresenta os efeitos com base no modelo BSVAR de choques de política monetária na atividade da indústria transformadora e dos serviços entre o primeiro trimestre de 2022 e o quarto trimestre de 2023. Os efeitos para o terceiro e quarto trimestres de 2023 têm por base os efeitos projetados dos choques de política monetária estimados até ao segundo trimestre de 2023. Para mais pormenores sobre a identificação de choques de política monetária, ver as notas do gráfico C.

⁹ Para uma avaliação do impacto macroeconómico do recente aumento da restritividade da política monetária pelo BCE com base num conjunto de diferentes modelos, ver a caixa intitulada [A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB's monetary policy tightening since December 2021](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2023.

Por Johannes Gareis, Omiros Kouvavas e Pedro Neves

À luz de resultados de inquéritos recentes, a presente caixa analisa a evolução mais recente do rendimento disponível das famílias, centrando-se em algumas questões concetuais e de medição. Os dados do inquérito do BCE sobre as

expetativas dos consumidores (*Consumer Expectations Survey* – CES) do final de setembro de 2023 mostram que cerca de 21% das famílias na área do euro reportaram um aumento dos seus rendimentos superior ou igual à inflação nos últimos 12 meses, enquanto 54% dos inquiridos indicaram um aumento inferior à inflação e 25% indicaram uma diminuição dos seus rendimentos (gráfico A, painel a). Esta avaliação relativamente negativa da recente dinâmica do rendimento real repartiu-se de forma bastante uniforme ao longo da distribuição do rendimento¹. Além disso, esta avaliação está em consonância com os resultados dos inquéritos da Comissão Europeia, que indicam que a perceção dos consumidores quanto à sua situação financeira ao longo dos últimos 12 meses se tem situado recentemente bastante abaixo da sua média de longo prazo, especialmente desde o aumento acentuado da inflação na sequência do início da guerra na Ucrânia (gráfico A, painel b). No entanto, contrasta com o dinamismo positivo do rendimento disponível das famílias medido nas contas nacionais, que aumentou, em média, 8,6% em termos homólogos, no primeiro semestre de 2023 (gráfico B), correspondendo a um aumento do rendimento disponível real de 1,1% no mesmo período². Esta divergência entre os resultados dos inquéritos e os dados das contas nacionais exige uma análise pormenorizada das tendências recentes do rendimento disponível das famílias e das suas implicações para as perspetivas de consumo privado.

¹ Embora a percentagem de famílias com baixos rendimentos que reportam uma diminuição do seu rendimento seja mais elevada do que a das famílias noutros escalões de rendimento, a percentagem de inquiridos que indicou um aumento do seu rendimento real é relativamente baixa e estável ao longo da distribuição do rendimento.

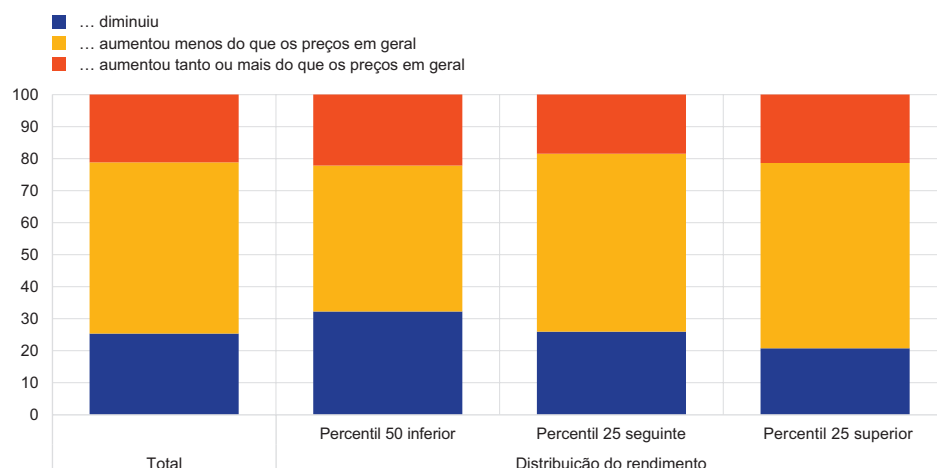
² Mais especificamente, o rendimento disponível das famílias é medido nas estatísticas oficiais das chamadas contas setoriais, as quais contêm dados pormenorizados das contas nacionais desagregados por setor institucional, incluindo famílias e instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias, administrações públicas e sociedades financeiras e não financeiras. Na presente caixa, o termo “contas nacionais” é utilizado quando se refere aos dados oficiais sobre o rendimento disponível.

Gráfico A

Perceção dos consumidores quanto à evolução dos seus rendimentos e situação financeira

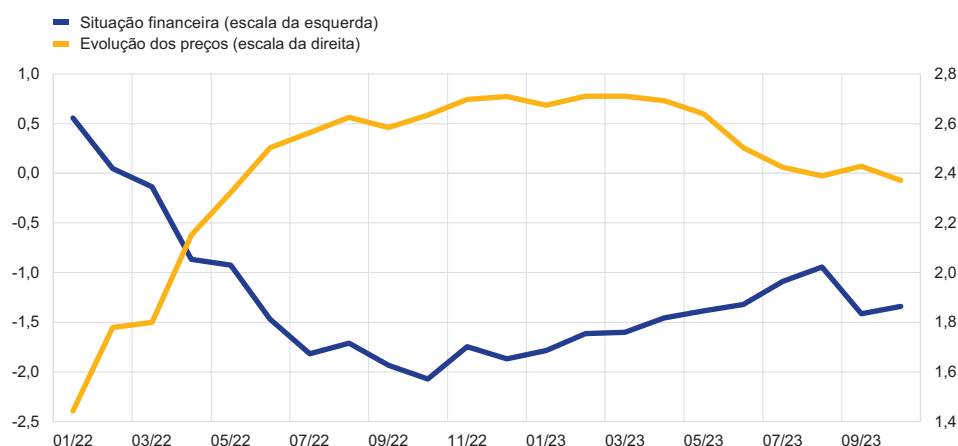
a) Perceção quanto ao rendimento nos últimos 12 meses em relação aos preços

(percentagem de consumidores)



b) Perceção quanto à situação financeira passada e à evolução dos preços

(saldos normalizados em percentagem)



Fontes: Inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores (CES), Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: Para o painel a), os inquiridos do CES foram convidados, no final de setembro de 2023, a indicar se o seu rendimento líquido total tinha aumentado mais do que os preços em geral, aumentado menos do que os preços em geral, descido ou variado aproximadamente tanto quanto os preços em geral nos últimos 12 meses. Para o painel b), as percepções das famílias quanto à sua situação financeira passada e à evolução dos preços são normalizadas no período de 2000 a 2019.

O rendimento disponível das famílias beneficiou do aumento dos rendimentos do trabalho e do forte crescimento contínuo dos rendimentos não relacionados com o trabalho.

Tanto a remuneração dos empregados como todas as outras componentes do rendimento das famílias, excluindo o rendimento fiscal líquido, continuaram a aumentar significativamente em termos anuais no primeiro semestre de 2023. A remuneração dos empregados aumentou, em média, 7,1% durante o período, e os rendimentos não relacionados com o trabalho excluindo o rendimento fiscal líquido aumentaram 8,3%, de tal forma que ambas as componentes deram um contributo significativo para o crescimento do rendimento disponível (gráfico B). O rendimento fiscal líquido não teve um impacto significativo na dinâmica do rendimento das famílias no segundo semestre de 2022 e no primeiro

semestre de 2023, embora tenha tido um efeito negativo no rendimento das famílias no primeiro semestre de 2022³. Uma análise pormenorizada de outros rendimentos (ou seja, não relacionados com o trabalho) das famílias, excluindo o rendimento fiscal líquido, mostra que as principais componentes aumentaram significativamente no primeiro semestre de 2023. O rendimento misto (dos trabalhadores por conta própria) aumentou 6,8%, o excedente de exploração bruto 9,6% e os rendimentos de propriedade líquidos 8,8%⁴. Embora o crescimento do rendimento misto tenha sido relativamente constante, o crescimento do excedente de exploração bruto acelerou significativamente e, no primeiro semestre de 2023, atingiu a sua taxa de crescimento mais elevada desde o início da série de dados em 1999. Os rendimentos de propriedade líquidos excluindo os serviços de intermediação financeira indiretamente medidos (SIFIM) foram apoiados pelo forte crescimento dos dividendos em 2022⁵. Posteriormente, os SIFIM aumentaram fortemente no primeiro semestre de 2023 e, apesar de representarem uma pequena percentagem do rendimento total, contribuíram 0,6 pontos percentuais para o crescimento do rendimento disponível das famílias no primeiro semestre de 2023.

³ Este impacto negativo do rendimento fiscal líquido no primeiro semestre de 2022 esteve relacionado com a inversão das medidas de apoio relacionadas com a pandemia de coronavírus (COVID-19), que tinham afetado negativamente o crescimento homólogo do rendimento disponível das famílias desde o segundo trimestre de 2021.

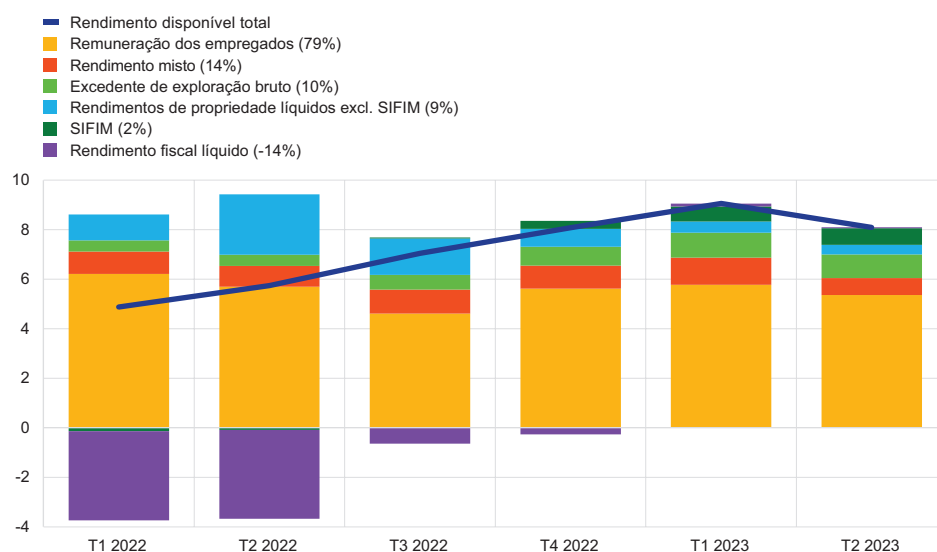
⁴ O rendimento misto está estreitamente relacionado com o rendimento do trabalho por conta própria, medindo o excedente (ou déficit) resultante da produção por empresas não constituídas em sociedade pertencentes a famílias. Os rendimentos de propriedade correspondem aos rendimentos resultantes da propriedade de ativos financeiros ou de ativos corpóreos não produzidos (mais especificamente, os terrenos são um ativo corpóreo não produzido, pelo que as rendas de terrenos fazem parte dos rendimentos de propriedade, enquanto as rendas da habitação, que é um ativo corpóreo produzido, fazem parte do rendimento misto). O excedente bruto de exploração é essencialmente um fluxo imputado, uma vez que contém principalmente rendas imputadas, que constituem o rendimento que as famílias proprietárias de habitação própria teriam recebido se tivessem arrendado a sua habitação.

⁵ Os SIFIM são utilizados nas contas nacionais para calcular o valor acrescentado dos intermediários financeiros (por exemplo, bancos) pelos serviços financeiros prestados sem encargos de serviço explícitos. Os rendimentos de propriedade líquidos excluindo SIFIM são, portanto, determinados, entre outros aspetos, pelos rendimentos líquidos de juros efetivos das famílias, para além dos rendimentos distribuídos das sociedades (ou seja, dividendos). Para uma discussão da evolução recente do rendimento líquido de juros das famílias e das empresas na área do euro, ver a caixa intitulada "Rendimento de juros líquido das famílias e das empresas" na presente edição do *Boletim Económico*. Para uma análise da evolução dos lucros das empresas na área do euro, como percebida pelas empresas, 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.

Gráfico B

Evolução do rendimento nominal das famílias

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



Fontes: Contas setoriais trimestrais do BCE e do Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: Os valores entre parênteses são as percentagens do rendimento disponível atribuíveis às rubricas do rendimento enumeradas para 2022.

Nem todas as componentes do rendimento disponível das famílias estão à disposição das famílias sob a forma de fluxos de caixa positivos. A medição do rendimento disponível das famílias nas contas nacionais difere dos fluxos de caixa das famílias por questões conceituais, uma vez que o objetivo das contas nacionais é medir a atividade económica, incluindo o rendimento das famílias, de forma tão exaustiva e precisa quanto possível. Isto significa que os dados provenientes de muitas fontes diferentes devem ser combinados e as variáveis para as quais não existem dados diretos devem ser estimadas⁶. Consequentemente, nem todas as componentes do rendimento disponível medidas nas contas nacionais estão à disposição das famílias sob a forma de fluxos de caixa positivos e, por conseguinte, podem não estar refletidas na perceção pelas famílias do seu rendimento disponível (quadro A). Tal refere-se sobretudo aos rendimentos não relacionados com o trabalho excluindo o rendimento fiscal líquido, que beneficiou no primeiro semestre de 2023 (face ao segundo semestre de 2022) sobretudo do crescimento excecionalmente robusto do excedente de exploração bruto e do forte aumento dos SIFIM, que não geraram fluxos de caixa positivos para as famílias (gráfico B).

⁶ Para uma análise da reconciliação dos dados das contas nacionais relativos ao rendimento com dados de inquéritos no contexto das estatísticas do rendimento e das condições de vida na UE (EU-SILC), ver Törmälehto, V., [Reconciliation of EU statistics on income and living conditions \(EU-SILC\) data and national accounts](#), *Statistical working papers*, Eurostat, 2019.

Quadro A

Componentes do rendimento e respetiva disponibilidade como fluxos de caixa

Componente do rendimento		Contas nacionais	Gera fluxos de caixa?
Rendimentos do trabalho	Remuneração dos empregados	Ordenados e salários (em dinheiro e em espécie)	Sim
		Contribuições sociais efetivas dos empregadores	Não
		Contribuições sociais imputadas dos empregadores	Não
Rendimentos não relacionados com o trabalho excluindo o rendimento fiscal líquido	Rendimento do trabalho por conta própria	Rendimento misto	Sim
	Rendimento de rendas de propriedade residencial e não residencial	Rendimento misto	Sim
	Rendas imputadas	Excedente de exploração	Não
	Juros recebidos antes da afetação dos SIFIM	Rendimentos de propriedade recebidos	Sim
	Juros pagos antes da afetação dos SIFIM	Rendimentos de propriedade pagos	Sim
	SIFIM	Rendimento misto, excedente de exploração, rendimentos de propriedade líquidos	Não
	Outros rendimentos de investimentos (por ex., dividendos) e rendas (por terrenos e recursos do subsolo) recebidos	Rendimentos de propriedade recebidos	Sim
	Rendimentos de propriedade atribuídos aos tomadores de seguro	Rendimentos de propriedade recebidos	Não
Rendimento fiscal líquido		Prestações sociais recebidas (com exceção das transferências sociais em espécie), contribuições sociais (incluindo contribuições sociais dos empregadores) e impostos sobre o rendimento pagos, impostos sobre o património pagos	Sim
		Transferências sociais em espécie recebidas	Não

Fontes: Eurostat e avaliação de especialistas do BCE.

Nota: As contribuições para a segurança social dos empregadores (efetivas e imputadas) não afetam o rendimento disponível das famílias, uma vez que fazem parte tanto da remuneração dos empregados como do rendimento fiscal líquido, pelo que aumentam o rendimento como parte da primeira e diminuem o rendimento como parte deste último.

Os SIFIM representam os serviços de intermediação financeira prestados por instituições financeiras que não são explicitamente faturados, mas que são relevantes para a medição do produto dos bancos, podendo, por conseguinte, ter impacto no PIB e no rendimento nacional⁷. Os pagamentos de juros pelas famílias sobre empréstimos hipotecários e ao consumo e os juros auferidos pelos depósitos são registados à taxa de refinanciamento interbancário nas contas nacionais⁸. Porém, esta taxa difere das taxas de juro que as famílias efetivamente enfrentam, uma vez que as taxas ativas são geralmente mais elevadas e as taxas passivas são mais baixas do que a taxa interbancária. A diferença entre os juros pagos e recebidos, medidos nas contas nacionais, e os montantes efetivos é registada como um encargo implícito do serviço pago pelas famílias ao setor financeiro, que é reportada nas contas nacionais como SIFIM. Assim, os SIFIM são utilizados nas contas nacionais para calcular o valor acrescentado dos intermediários financeiros (por exemplo, bancos) pelos serviços financeiros prestados sem encargos de serviço explícitos. Para o setor das famílias, esta margem indiretamente medida é afetada quer ao consumo (como serviço financeiro às famílias) quer ao rendimento disponível (para reembolsar a perda indireta de

⁷ Para o conceito de SIFIM e o seu tratamento nas contas nacionais, ver o capítulo 14 do manual do Sistema Europeu de Contas (SEC 2010).

⁸ Esta é a taxa à qual se pressupõe que tanto a família enquanto mutuante como a família enquanto mutuária estaria disposta a concluir uma transação.

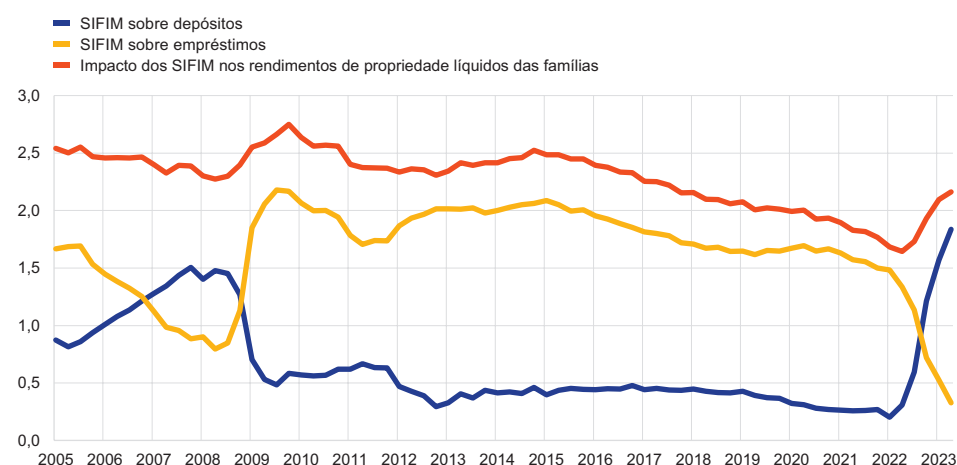
rendimento resultante das taxas de juro menos favoráveis a que as famílias estão efetivamente expostas), sem qualquer impacto na poupança das famílias.

Os SIFIM desempenham um papel particularmente importante para o rendimento e o consumo das famílias no atual contexto de subida acentuada das taxas de juro⁹. Os SIFIM têm um impacto notório na dinâmica do rendimento disponível das famílias em alturas de grandes variações nas taxas de juro, como na atual fase de maior restritividade monetária (gráfico C). Uma vez que o ajustamento das taxas de juro sobre saldos de empréstimos e sobre os depósitos das famílias é, em geral, lento, o aumento da taxa de juro interbancária desencadeado pela maior restritividade da política monetária desde o verão de 2022 conduziu a uma forte subida dos SIFIM relativos aos depósitos e a uma queda acentuada dos SIFIM relativos aos empréstimos. Dada a dimensão dos depósitos detidos pelas famílias em comparação com os seus empréstimos, tal teve, em última instância, um impacto positivo nos rendimentos de propriedade líquidos das famílias, tendo os SIFIM passado de uma média de 1,7% do rendimento disponível das famílias no primeiro semestre de 2022 para 2,1% no primeiro semestre de 2023.

Gráfico C

Serviços de intermediação financeira indiretamente medidos

(em percentagem do rendimento disponível das famílias)



Fontes: Contas setoriais trimestrais do BCE e do Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Os SIFIM sobre depósitos são calculados como a diferença entre os juros recebidos pelas famílias após a afetação dos SIFIM e os juros efetivamente recebidos, enquanto os SIFIM sobre empréstimos correspondem à diferença entre os juros efetivamente pagos e os juros pagos após a afetação dos SIFIM. O impacto líquido dos SIFIM no rendimento líquido das famílias e, por conseguinte, nos rendimentos de propriedade líquidos das famílias corresponde então à soma dos SIFIM sobre depósitos e empréstimos. A última observação refere-se ao segundo trimestre de 2023.

O rendimento disponível das famílias também inclui as rendas imputadas, que afetam o excedente de exploração bruto das famílias. O excedente de exploração bruto das famílias, registado nas contas nacionais, mede a produção de serviços de alojamento por famílias proprietárias ocupantes menos o consumo intermédio necessário para originar esta produção (por exemplo, SIFIM sobre empréstimos hipotecários) e impostos. A produção de serviços de habitação para

⁹ Para uma avaliação do impacto dos SIFIM no caso de França com incidência nos preços no consumidor, ver "Economic Outlook – Cooling", *Conjoncture in France*, Instituto Nacional de Estatísticas e de Estudos Económicos (INSEE) francês, dezembro de 2022.

consumo próprio das famílias corresponde às rendas imputadas que as famílias teriam recebido se tivessem arrendado a respetiva habitação ocupada pelos proprietários¹⁰.

O aumento excecionalmente forte do excedente de exploração bruto no primeiro semestre de 2023 deve-se tanto às rendas imputadas mais elevadas como aos SIFIM mais baixos dos empréstimos hipotecários. É provável que as rendas imputadas tenham sido positivamente afetadas pelo aumento da inflação das rendas. Esta última, de acordo com o índice de preços das rendas, mede as rendas efetivamente pagas pelos arrendatários para efeitos do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, tendo aumentado de uma média de 2% no segundo semestre de 2022 para 2,6% no primeiro semestre de 2023, atingindo níveis historicamente elevados (gráfico D). Ao mesmo tempo, é provável que os SIFIM sobre empréstimos hipotecários tenham diminuído consideravelmente em paralelo com a redução dos SIFIM sobre o total de empréstimos no primeiro semestre de 2023 (gráfico C). Ambos os fatores, ou seja, o aumento das rendas imputadas e a diminuição dos SIFIM sobre empréstimos hipotecários, podem explicar o aumento significativo do excedente de exploração bruto das famílias no primeiro semestre de 2023¹¹.

Gráfico D Inflação das rendas

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: A última observação diz respeito ao terceiro trimestre de 2023 e refere-se a outubro de 2023.

¹⁰ A inclusão das rendas imputadas nas contas nacionais é importante para alcançar uma cobertura total das atividades imobiliárias (arrendatários e proprietários-ocupantes). Deste modo, é assegurada a comparabilidade internacional do PIB e do rendimento nacional, uma vez que as taxas de habitação própria podem diferir significativamente entre países. No entanto, uma vez que as rendas imputadas não podem ser observadas, deve ser feita uma estimativa.

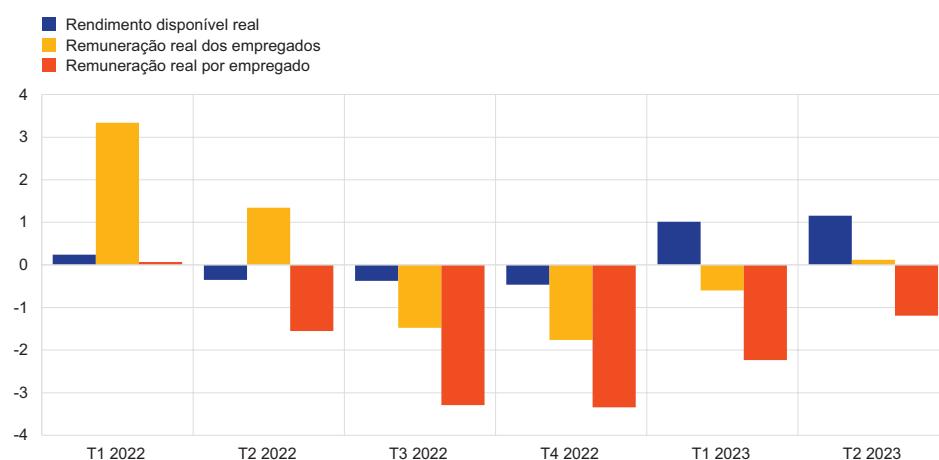
¹¹ O facto de os SIFIM sobre empréstimos hipotecários serem adicionados ao rendimento disponível das famílias através dos rendimentos de propriedade líquidos e deduzidos do rendimento das famílias por via do excedente de exploração bruto (e através do rendimento misto das famílias que são senhorios) significa que não tem qualquer efeito no rendimento disponível das famílias, pelo que o efeito global dos SIFIM no rendimento disponível das famílias é efetivamente determinado pelos SIFIM sobre depósitos e empréstimos ao consumo. Este impacto não corresponde aos SIFIM apresentados nos gráficos B e C, que mostram o impacto dos SIFIM nos rendimentos de propriedade líquidos das famílias para os quais estão disponíveis dados oficiais.

As fracas perspetivas para o consumo privado parecem estar em linha com a avaliação negativa por parte dos consumidores da recente evolução do rendimento real. Embora os SIFIM e as rendas imputadas sejam adicionados ao rendimento disponível das famílias nas contas nacionais, não contribuem para os fluxos de caixa das famílias e, por conseguinte, podem não ser tidos em conta na perceção do rendimento por parte das famílias. Como tal, estas fontes de rendimento não deverão desempenhar um papel importante na evolução do consumo privado¹². Um indicador do crescimento do rendimento das famílias que deverá aproximar-se do que as famílias efetivamente interpretam como rendimento corresponde aos rendimentos do trabalho. Com efeito, a deflação da remuneração dos empregados e da remuneração por empregado com o deflator dos preços do consumo privado sugere que o crescimento do rendimento real, na forma em que é muito provavelmente percecionado pelas famílias, foi mais fraco do que o crescimento do rendimento disponível real, como medido nas contas nacionais (gráfico E). Tal, por seu lado, está em linha com a avaliação pessimista por parte dos consumidores da recente evolução do rendimento real de acordo com os inquéritos (como ilustrado no gráfico A) e, deste modo, com as perspetivas moderadas para o consumo privado¹³.

Gráfico E

Evolução do rendimento real das famílias

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: A evolução do rendimento real é calculada utilizando o deflator dos preços do consumo privado para deflacionar o rendimento nominal.

¹² Tal está em consonância com a conclusão de que a propensão para consumir parece ser mais elevada nas rubricas de rendimentos mais líquidas (como os rendimentos do trabalho) e vice-versa. Ver de Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P. e Zekaite, Z., [Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2343, BCE, dezembro de 2019.

¹³ Para uma avaliação das perspetivas para o consumo privado, ver a secção sobre a evolução da atividade económica na presente edição do *Boletim Económico*.

Condições de liquidez e operações de política monetária de 2 de agosto a 31 de outubro de 2023

Por Denis Lungu e Kristian Tötterman

A presente caixa descreve as condições de liquidez e as operações de política monetária do Eurosistema durante o quinto e sexto períodos de manutenção de reservas de 2023. No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 2 de agosto a 31 de outubro de 2023 (o “período em análise”).

O Conselho do BCE subiu as suas três taxas diretoras em 25 pontos base na reunião de 27 de julho e na reunião de 14 de setembro de 2023. Estes aumentos entraram em vigor no quinto e sexto períodos de manutenção de reservas de 2023, respetivamente. Na reunião de 27 de julho, o Conselho do BCE decidiu também reduzir para 0% a remuneração das reservas mínimas que os bancos estão obrigados a deter no respetivo banco central nacional do Eurosistema. Esta redução entrou em vigor no início do sexto período de manutenção.

A liquidez excedentária no sistema bancário da área do euro continuou a diminuir durante o período em análise. Esta diminuição ficou a dever-se sobretudo ao vencimento da quinta 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 27 de setembro de 2023. Em certa medida, resultou também da queda das posições do abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), desde a descontinuação dos reinvestimentos do Eurosistema ao abrigo do programa a partir de 1 de julho. No entanto, a redução da cedência de liquidez foi parcialmente compensada pela descida contínua dos fatores autónomos líquidos que teve início com o final da conjuntura de taxas de juro negativas em julho de 2022, devido sobretudo a uma queda 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 101,3 mil milhões de euros para 1735,0 mil milhões de euros. Face ao terceiro e quarto períodos de manutenção de 2023, esta diminuição deveu-se na totalidade a uma queda de 101,3 mil milhões de euros nos fatores autónomos líquidos para 1570,0 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 permaneceram inalteradas em 165 mil milhões de euros.

Os fatores autónomos de absorção de liquidez diminuíram 83,0 mil milhões de euros para 2720,6 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, 32,8 mil milhões de euros no período em análise, para 222,6 mil milhões de euros, tendo a maior parte da descida ocorrido no quinto período de manutenção. Esta descida reflete a continuação da normalização do volume global das reservas em numerário detidas pelos Tesouros nacionais e, dentro dessas reservas, um ajustamento das suas estratégias de gestão de tesouraria devido a alterações na remuneração dos depósitos das administrações públicas junto do Eurosistema, que tornaram a colocação de fundos no mercado financeiramente mais atrativa.

Mais especificamente, o BCE reduziu o limite máximo de remuneração dos depósitos das administrações públicas detidos no Eurosistema para a taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) diminuída de 20 pontos base a partir de 1 de maio de 2023. De acordo com o conceito de limite máximo, os bancos centrais nacionais do Eurosistema podem decidir desviar-se do limite máximo e remunerar os depósitos das administrações públicas a uma taxa inferior ao limite máximo. Por exemplo, o Bundesbank fixou uma taxa de juro de 0% para a remuneração dos depósitos das administrações públicas nacionais a partir de 1 de outubro de 2023. Contudo, o efeito descendente desta alteração sobre os depósitos das administrações públicas afetados foi compensado por variações ascendentes e relacionadas com sazonalidade em outros depósitos das administrações públicas. A normalização das condições do mercado das operações de reporte e o aumento das taxas das operações de reporte em relação à €STR também tornaram o investimento no mercado uma opção mais atrativa do que os depósitos no Eurosistema. O valor médio das notas em circulação diminuiu 5,5 mil milhões de euros ao longo do período em análise, para 1559,8 mil milhões de euros, refletindo a continuação da redução do volume de notas detidas observada desde que as taxas de política do BCE foram retiradas de terreno negativo. Os outros fatores autónomos também diminuíram 44,7 mil milhões de euros, em média. A descida reflete inúmeras variações noutros ativos diversos e na conta de reavaliação.

Os fatores autónomos de cedência de liquidez aumentaram 18 mil milhões de euros, situando-se em 1150,8 mil milhões de euros. Os ativos líquidos denominados em euros aumentaram 28,5 mil milhões de euros no período em análise. Este aumento deveu-se principalmente à continuação da queda das responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros. Tal, por sua vez, reflete um ajustamento das estratégias de gestão de tesouraria dos 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 diminuíram 10,5 mil milhões de euros, compensando parcialmente a referida descida de outros fatores autónomos.

O quadro A apresenta uma panorâmica das condições de liquidez do Eurosistema, incluindo as variações dos fatores autónomos acima analisadas¹.

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: 2 de agosto de 2023 a 31 de outubro de 2023						Período em análise anterior: 10 de maio de 2023 a 1 de agosto de 2023	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 2 de agosto a 19 de setembro		Sexto período de manutenção: 20 de setembro a 31 de outubro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
Fatores autónomos de absorção de liquidez	2 720,6	(-83,0)	2 735,5	(-48,0)	2 703,3	(-32,1)	2 803,6	(-128,3)
Notas em circulação	1 559,8	(-5,5)	1 564,2	(-2,8)	1 554,7	(-9,5)	1 565,4	(+8,2)
Depósitos das administrações públicas	222,6	(-32,8)	222,5	(-31,9)	222,7	(+0,3)	255,4	(-114,3)
Outros fatores autónomos (líquidos) ¹⁾	938,2	(-44,7)	948,8	(-13,3)	925,8	(-23,0)	982,9	(-22,3)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	9,5	(-5,1)	9,0	(-3,3)	10,0	(+1,0)	14,5	(-6,8)
Reservas mínimas obrigatórias²⁾	165,0	(-0,0)	165,3	(+0,2)	164,5	(-0,7)	165,0	(-0,3)
Facilidade permanente de depósito	3 615,1	(-300,3)	3 647,4	(-57,0)	3 577,4	(-70,1)	3 915,4	(-130,0)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de 0,1 mil milhões de euros mais próximo. Os valores entre parênteses denotam as variações face ao período em análise 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: 2 de agosto de 2023 a 31 de outubro de 2023						Período em análise anterior: 10 de maio de 2023 a 1 de agosto de 2023	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 2 de agosto a 19 de setembro		Sexto período de manutenção: 20 de setembro a 31 de outubro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
Fatores autónomos de cedência de liquidez	1 150,8	(+18,0)	1 139,5	(+19,6)	1 164,0	(+24,5)	1 132,8	(+61,8)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	927,5	(-10,5)	924,3	(-3,4)	931,2	(+6,9)	938,0	(+6,1)
Ativos líquidos denominados em euros	223,3	(+28,5)	215,2	(+23,1)	232,8	(+17,7)	194,8	(+55,8)
Instrumentos de política monetária	5 359,5	(-406,7)	5 417,9	(-128,1)	5 291,5	(-126,4)	5 766,2	(-327,1)
Operações de mercado aberto	5 359,4	(-406,7)	5 417,8	(-128,1)	5 291,4	(-126,4)	5 766,1	(-327,2)
Operações de crédito	568,2	(-329,3)	606,6	(-86,3)	523,5	(-83,1)	897,5	(-274,7)
OPR	6,8	(+0,5)	5,6	(-5,3)	8,1	(+2,6)	6,3	(+5,0)
ORPA com prazo de 3 meses	8,2	(+4,3)	8,9	(+3,4)	7,4	(-1,5)	3,8	(+1,4)
Operações das ORPA direcionadas III	553,3	(-334,2)	592,2	(-84,4)	508,0	(-84,1)	887,5	(-281,1)
Carteiras definitivas ¹⁾	4 791,2	(-77,3)	4 811,2	(-41,8)	4 767,9	(-43,3)	4 868,6	(-52,5)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de 0,1 mil milhões de euros mais próximo. Os valores entre parênteses denotam as variações face ao período em análise 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: 2 de agosto de 2023 a 31 de outubro de 2023						Período em análise anterior: 10 de maio de 2023 a 1 de agosto de 2023
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 2 de agosto a 19 de setembro		Sexto período de manutenção: 20 de setembro a 31 de outubro		Terceiro e quarto períodos de manutenção
Necessidades de liquidez em termos agregados ¹⁾	1 735,0	(-101,3)	1 761,4	(-67,8)	1 704,1	(-57,3)	1 836,3 (-190,4)
Fatores autónomos líquidos ²⁾	1 570,0	(-101,3)	1 596,1	(-68,0)	1 539,6	(-56,6)	1 671,3 (-190,1)
Liquidez excedentária ³⁾	3 624,5	(-305,3)	3 656,4	(-60,2)	3 587,3	(-69,0)	3 929,8 (-136,8)

Fonte: BCE.

Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de 0,1 mil milhões de euros mais próximo. Os valores entre parênteses denotam as variações face ao período em análise 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: 2 de agosto de 2023 a 31 de outubro de 2023		Período em análise anterior: 10 de maio de 2023 a 1 de agosto de 2023	
	Quinto período de manutenção: 2 de agosto a 19 de setembro	Sexto período de manutenção: 20 de setembro a 31 de outubro	Terceiro período de manutenção	Quarto período de manutenção
OPR	4,37 (+0,49)	4,25 (+0,25)	4,50 (+0,25)	3,88 (+0,61)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	4,62 (+0,49)	4,50 (+0,25)	4,75 (+0,25)	4,13 (+0,61)
Facilidade permanente de depósito	3,87 (+0,49)	3,75 (+0,25)	4,00 (+0,25)	3,38 (+0,61)
€STR	3,767 (+0,492)	3,652 (+0,251)	3,901 (+0,249)	3,275 (+0,607)
RepoFunds rate do euro	3,797 (+0,529)	3,687 (+0,286)	3,926 (+0,239)	3,267 (+0,607)

Fontes: BCE, CME Group e Bloomberg.

Notas: Os valores entre parênteses denotam as variações em pontos percentuais face ao período em análise 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 406,7 mil milhões de euros, passando para 5359,5 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 329,3 mil milhões de euros para 568,2 mil milhões de euros durante o período em análise. Esta diminuição reflete, em grande medida, a diminuição do saldo das ORPA direcionadas III devido i) ao vencimento da quinta operação ao abrigo das ORPA direcionadas III (66,7 mil milhões de euros) e a reembolsos antecipados de outros fundos obtidos nas ORPA direcionadas (34,2 mil milhões de euros) em 27 de setembro, e ii) ao vencimento da quarta operação ao abrigo das ORPA direcionadas III (476,8 mil milhões de euros) e a reembolsos antecipados de outros fundos obtidos nas ORPA direcionadas (29,5 mil milhões de euros) em 28 de junho, que ainda afetavam o nível médio das operações de crédito no período em análise

anterior. Aumentando, em média, 0,5 mil milhões de euros e 4,3 mil milhões de euros, respetivamente, as operações principais de refinanciamento e as operações de refinanciamento de prazo alargado com prazo de 3 meses compensaram apenas uma pequena parte da liquidez absorvida pelos reembolsos ao abrigo das ORPA direcionadas III. Os aumentos limitados destas operações refletem posições de liquidez confortáveis dos bancos e a disponibilidade de fontes de financiamento alternativas.

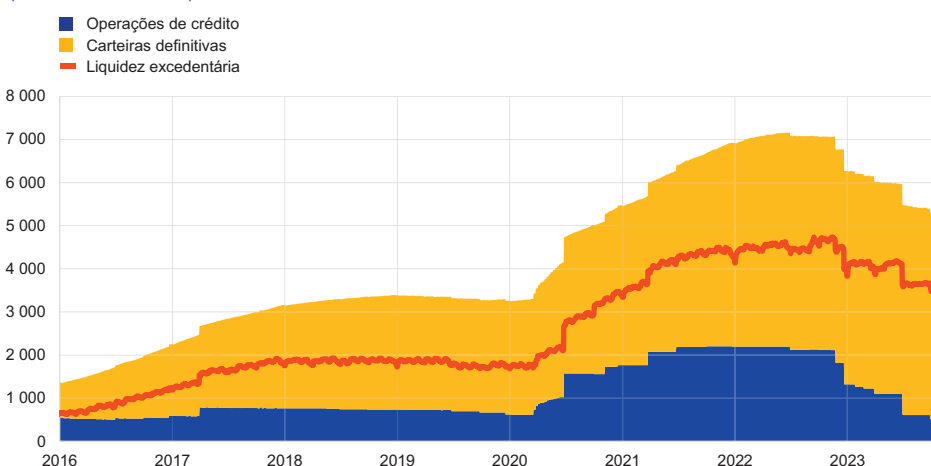
O montante médio de liquidez cedida através de detenções de carteiras definitivas diminuiu 77,3 mil milhões de euros durante o período em análise.

Esta diminuição deveu-se ao fim do reinvestimento total dos pagamentos de capital dos títulos vencidos no âmbito do APP a partir de 1 de julho de 2023. No âmbito do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica, os pagamentos de capital dos títulos vencidos foram integralmente reinvestidos, uma vez que as aquisições líquidas foram descontinuadas no final de março de 2022².

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 31 de outubro de 2023.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária média diminuiu 305,3 mil milhões de euros, atingindo 3624,5 mil milhões de euros (gráfico A). A liquidez excedentária corresponde à soma das reservas que os bancos detêm que ultrapassam as reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente de depósito em excesso 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 para cobrir as reservas mínimas. Desde que atingiu um máximo de

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.

4748 mil milhões de euros em novembro de 2022, a liquidez excedentária média diminuiu de forma constante, devido sobretudo ao vencimento de operações e a reembolsos antecipados ao abrigo das ORPA direcionadas III. A descontinuação dos reinvestimentos ao abrigo do APP, a partir de 1 de julho de 2023, também tem contribuído para o decréscimo.

Evolução das taxas de juro

A €STR aumentou 47,8 pontos base, de 3,404% em 1 de agosto, o último dia do período em análise anterior, para 3,882% em 31 de outubro, o último dia do período em análise atual, refletindo os aumentos das taxas de juro diretoras do BCE³. A transmissão dos aumentos das taxas de juro diretoras que entraram em vigor em agosto e setembro de 2023 às taxas do mercado monetário sem garantia pelo prazo *overnight* foi plena e imediata. Os efeitos de fim de trimestre e de fim de mês na €STR foram ligeiramente mais pronunciados em setembro e outubro. Tal pode dever-se a tentativas por parte dos bancos de otimizar a respetiva base de reservas mínimas, com vista a reduzir as suas reservas mínimas para o sétimo e oitavo períodos de manutenção de reservas de 2023, respetivamente. A €STR era transacionada a 12 e 11,8 pontos base abaixo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito no final de setembro e outubro, respetivamente, ou seja, ligeiramente superior ao diferencial médio de 10,8 pontos base no final de cada trimestre e mês em 2023.

A repo rate da área do euro, calculada pelo índice da RepoFunds rate do euro, aumentou 49,6 pontos base, de 3,438% em 1 de agosto para 3,934% em 31 de outubro. À semelhança do mercado monetário sem garantia, a transmissão dos aumentos das taxas de juro diretoras do BCE ao mercado monetário com garantia foi plena e imediata. O mercado das operações de reporte continuou a funcionar de forma regular devido a vários fatores, entre os quais o aumento da emissão líquida desde o início do ano e a libertação de ativos de garantia mobilizados após o vencimento das ORPA direcionadas, assim como o decréscimo dos ativos detidos ao abrigo do APP.

³ A taxa em 31 de outubro foi também influenciada por efeitos de final de mês em outubro.

Por Gabe de Bondt, Georgi Krustev, Michal Slavik e Mika Tujula

A presente caixa aborda a evolução do rendimento de juros líquido das famílias e das empresas perante a subida das taxas de juro.

Após uma década de taxas de juro baixas, o BCE iniciou uma série de aumentos das taxas de juro diretoras em julho de 2022. As variações das taxas de juro diretoras afetam as taxas de juros auferidas em ativos remunerados, como depósitos bancários, e as taxas pagas sobre passivos remunerados, como empréstimos e obrigações. Por sua vez, estes afetam os juros auferidos e pagos pelas famílias e empresas, bem como a dimensão, o prazo residual e o período de reavaliação dos respetivos ativos e passivos remunerados. O rendimento de juros líquido, ou seja, os juros auferidos menos os juros pagos, capta um canal direto através do qual as alterações das taxas de juro diretoras do BCE são transmitidas aos aforradores e mutuários através das taxas de juro dos ativos e passivos que detêm². Tal acresce aos incentivos proporcionados pelas taxas de juro oferecidas em novos empréstimos e instrumentos de poupança, bem como a outros canais de transmissão que afetam as famílias e as empresas e não são abordados nesta caixa³.

O rendimento de juros líquido das famílias e empresas foi negativo ao nível agregado da área do euro nos últimos anos.

O mesmo se aplica a setores como as administrações públicas e, em muito menor escala, o resto do mundo, que também registaram um rendimento de juros líquido negativo. Tal contrasta fortemente com as sociedades financeiras, que geraram um elevado rendimento de juros líquido positivo. Desde 2007, os juros pagos ultrapassaram os juros auferidos num valor até 1% do PIB, no caso das famílias da área do euro, e num valor até 2,5%, no caso das empresas (gráfico A). O ajustamento do rendimento de juros líquido no ciclo mais recente de aumentos das taxas de juro do BCE difere entre famílias e empresas. O rendimento de juros líquido das empresas da área do euro em percentagem do PIB diminuiu 0,3 pontos percentuais desde o final de 2021, enquanto o rendimento de juros líquido das famílias aumentou 0,1 pontos percentuais. Esta evolução contrastante reflete uma reavaliação mais gradual

¹ Esta caixa foi atualizada em 30 de janeiro de 2024, tendo sido suprimido o texto relativo à evolução do rendimento de juros líquido das famílias em Espanha. A versão anterior continha um erro no gráfico C relativo às famílias em Espanha que levou a uma interpretação incorreta da evolução nesse país.

² A presente caixa centra-se no rendimento de juros líquido antes da afetação dos serviços de intermediação financeira indiretamente medidos (SIFIM), pois reflete com maior precisão as taxas de juro efetivas aplicadas a empréstimos e depósitos. Tal difere da medição do rendimento de juros líquido nas contas nacionais, que é registado após a afetação dos SIFIM, significando que os juros pagos e os juros auferidos são calculados como se os depósitos e os empréstimos fossem pagos com base numa taxa de referência ou na taxa de refinanciamento interbancária. Os SIFIM são utilizados nas contas nacionais para calcular o valor dos serviços de intermediação prestados por instituições financeiras que não têm taxas de serviço explícitas. Para mais informações, ver o capítulo 14 do Regulamento (UE) 549/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio de 2013, relativo ao sistema europeu de contas nacionais e regionais na União Europeia (JO L 174 de 26.6.2013, p. 1), e Household Income, Economic Outlook, INSEE, 15 de dezembro de 2022.

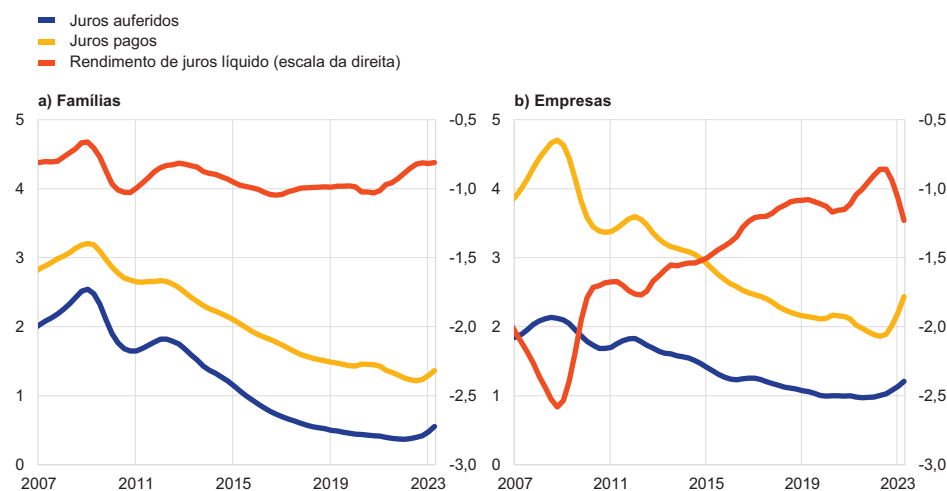
³ Para mais informações sobre o tema, ver a caixa intitulada Taxas de juro baixas e rendimento de juros líquido das famílias, Boletim Económico, Número 4, BCE, 2016. Para uma descrição dos principais canais de transmissão da política monetária, ver Lane, P. R., The banking channel of monetary policy tightening in the euro area, intervenção no painel de discussão sobre solvabilidade bancária e política monetária, no seminário sobre fricções macrofinanceiras, monetárias e financeiras organizado pelo Gabinete Nacional de Estudos Económicos dos Estados Unidos (National Bureau of Economic Research – NBER) no âmbito do seu “Summer Institute 2023”, 12 de julho de 2023.

dos juros pagos pelas famílias por saldos de dívida por liquidar, em comparação com as empresas, o que está relacionado, em grande medida, com o facto de a percentagem de empréstimos a taxa fixa das famílias ser maior⁴.

Gráfico A

Juros auferidos, juros pagos e rendimento de juros líquido das famílias e empresas da área do euro

(fluxos de quatro trimestres em percentagem do PIB nominal)



Fontes: Eurostat e BCE, dados das contas setoriais trimestrais e cálculos dos autores.
Nota: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2023.

A diferença entre as taxas de juro auferidas em ativos e pagas sobre passivos é um importante fator impulsionador do rendimento líquido.

Não obstante uma posição patrimonial líquida positiva em termos nominais, o rendimento de juros líquido negativo das famílias, a nível agregado da área do euro, indica que a taxa de juro média paga sobre saldos de dívida por liquidar é superior à taxa de juro média auferida em depósitos, devido aos serviços de transformação de prazos prestados pelas sociedades financeiras e às margens de intermediação financeira associadas (gráfico B). Em termos de dinâmica, desde o final de 2021, o rendimento de juros líquido das famílias da área do euro beneficiou do ajustamento gradual das taxas aplicadas a montantes em dívida de crédito à habitação, devido à sua duração mais longa. Tal verifica-se apesar do rápido aumento observado nas taxas aplicadas a novos empréstimos hipotecários. Embora as famílias estejam ativamente a reequilibrar a composição das suas carteiras de ativos em favor de depósitos a prazo e títulos de dívida, os juros auferidos têm sido reduzidos, em virtude da elevada percentagem de poupança sob forma de depósitos à ordem. Estes tendem a ter uma remuneração inferior e reagem menos a alterações das taxas de juro diretoras. A taxa de juro calculada a partir do rendimento de juros das famílias segue um padrão semelhante à taxa de juro compósita do saldo dos depósitos das famílias. O cenário é comparável para as taxas de juro pagas e auferidas pelas empresas, embora a taxa de juro derivada do rendimento de juros seja muito mais elevada em comparação com a taxa de juro compósita do saldo de depósitos. Estes depósitos representam apenas cerca de um terço dos ativos remunerados das empresas, estando a maioria relacionada com empréstimos de maior rendibilidade entre empresas.

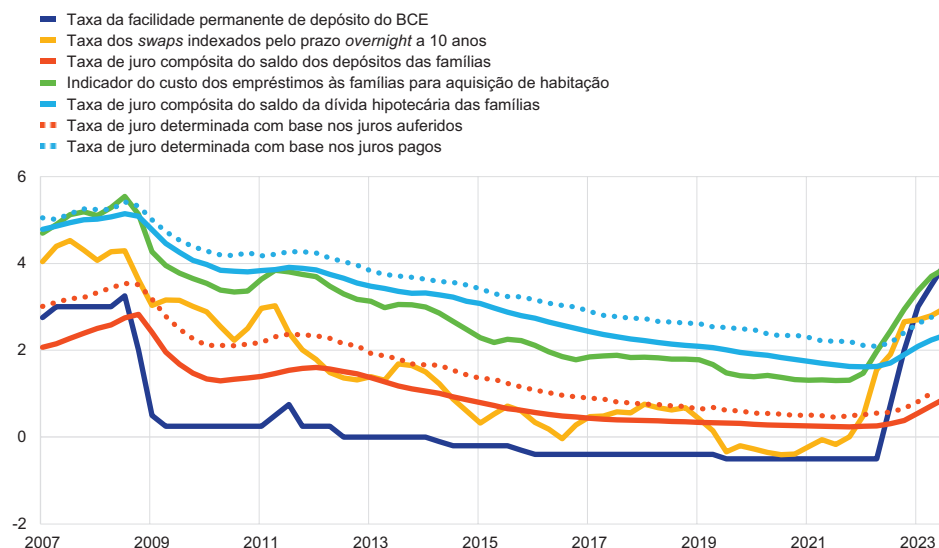
⁴ Para mais informação sobre a percentagem de empréstimos a taxa fixa das famílias e das empresas da área do euro, ver Lane, P. R., *op.cit.*

Gráfico B

Taxas de juro de depósitos e empréstimos das famílias e empresas da área do euro

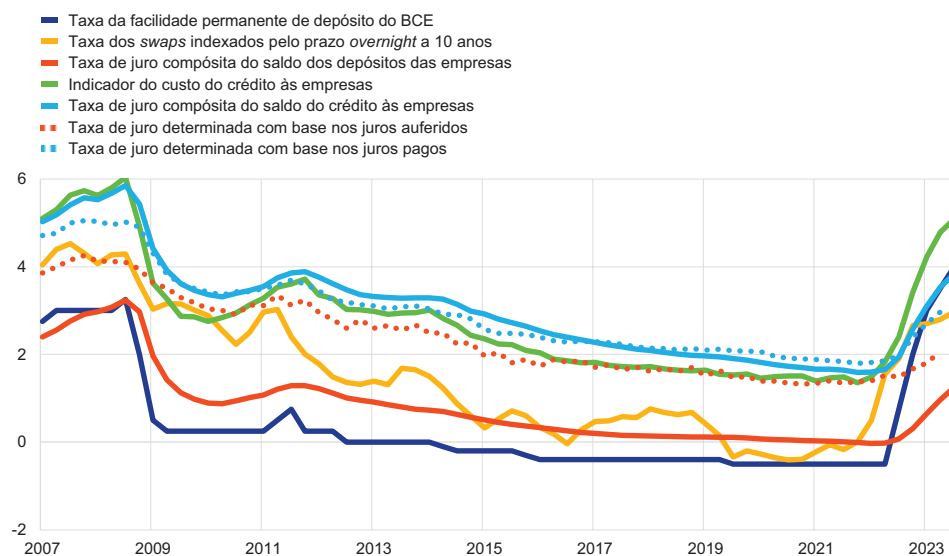
a) Famílias

(percentagens por ano)



b) Empresas

(percentagens por ano)



Fontes: Eurostat e BCE, dados das contas setoriais trimestrais, dados sobre as taxas de juro das instituições financeiras monetárias, dados sobre as rubricas do balanço e cálculos dos autores.

Notas: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2023 para as taxas de juro calculadas e ao quarto trimestre de 2023 para as outras rubricas. A taxa de depósitos compósita para as famílias é uma média ponderada das taxas de juro dos depósitos à ordem, dos depósitos a prazo e dos depósitos reembolsáveis com pré-aviso. A taxa de depósitos compósita para as empresas é uma média ponderada das taxas de juro dos depósitos à ordem, dos depósitos a prazo e dos acordos de recompra, com as respetivas ponderações.

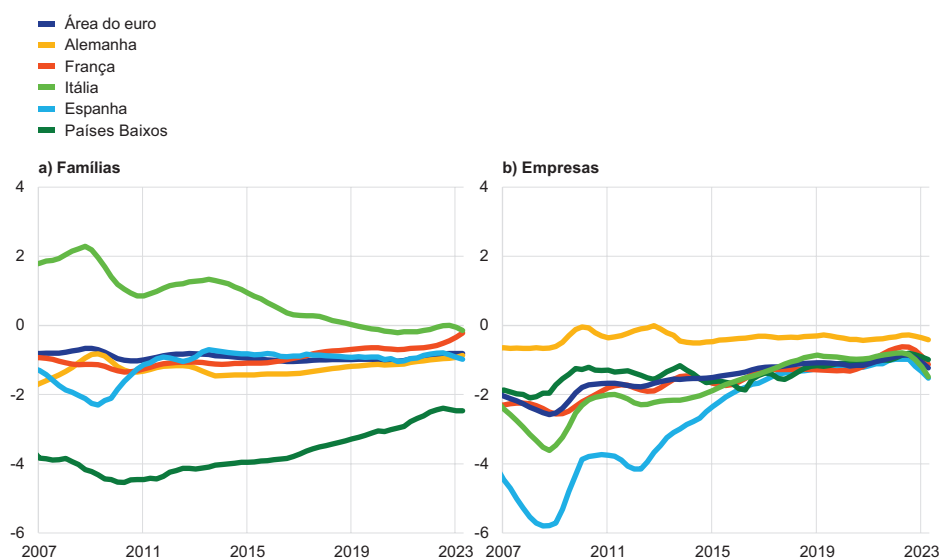
O rendimento de juros líquido na área do euro oculta diferenças acentuadas entre os países, que refletem sobretudo as posições ativas líquidas divergentes entre os setores.

De entre os cinco maiores países da área do euro, o rendimento de juros líquido das famílias é consideravelmente mais negativo nos Países Baixos (gráfico C). Em 2023, o rendimento de juros líquido das famílias situou-se em cerca de -2% do PIB nos Países Baixos, ao passo que a percentagem se situou próximo de zero nos restantes países de maior dimensão da área do euro. As famílias italianas encontram-se no outro extremo do espetro, com um rendimento de juros líquido positivo de longa data, que passou a ser apenas ligeiramente negativo em 2020. Analisando os últimos trimestres, o rendimento de juros líquido das famílias manteve-se relativamente estável em todos os países de maior dimensão da área do euro. O rendimento de juros líquido das empresas diminuiu em todos os países desde o início do ciclo de aumentos das taxas de juro em 2022, refletindo o elevado volume de dívida das empresas com prazos curtos ou taxas variáveis, em termos agregados, embora com diferenças significativas entre os países.

Gráfico C

Rendimento de juros líquido nos países de maior dimensão da área do euro

(fluxos dos quatro trimestres em percentagem do PIB nominal)



Fontes: Eurostat e BCE, dados das contas setoriais trimestrais e cálculos dos autores.

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

Os ativos remunerados líquidos também têm sido um importante fator impulsionador da evolução do rendimento de juros líquido e apresentam uma diversidade marcante entre os países.

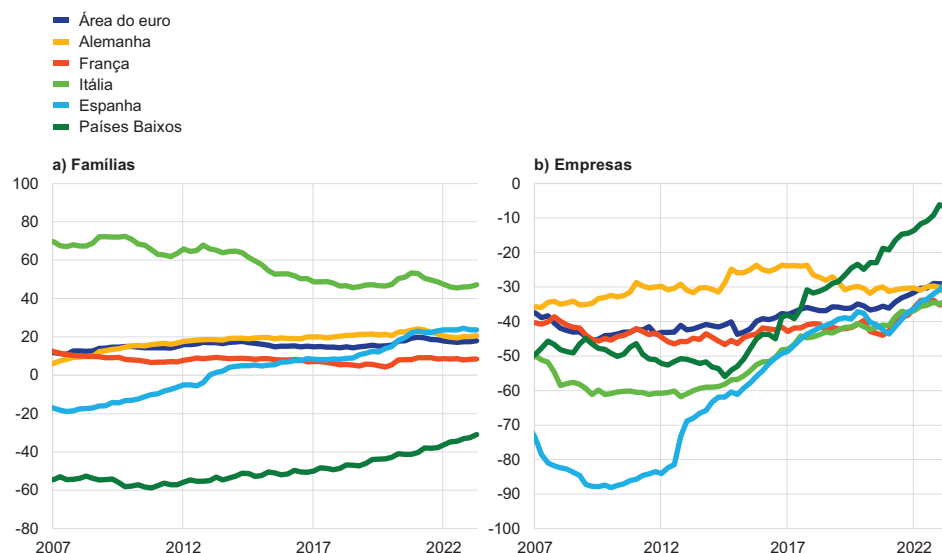
Para as famílias, os ativos remunerados superam os passivos em todos os países de grande dimensão da área do euro, à exceção dos Países Baixos (gráfico D)⁵. Os ativos remunerados líquidos têm sido consistentemente mais elevados na Itália do que nos restantes países de grande dimensão da área do euro, refletindo um nível mais baixo de dívida e posições em ativos remunerados mais elevadas, em particular, títulos de dívida emitidos pelas administrações públicas. Contudo, os ativos remunerados líquidos em percentagem do PIB diminuíram na Itália desde o final de 2009. Tal refletiu uma queda das posições em títulos de dívida, o que explica a convergência do rendimento de juros líquido para o total da área do euro. No caso dos Países Baixos, a ubiquidade passada das hipotecas apenas de juros explica a razão pela qual os passivos excedem os ativos remunerados e o motivo para o rendimento de juros líquido ser inferior ao do conjunto da área do euro. Os ativos remunerados líquidos aumentaram na Espanha desde a crise financeira mundial, refletindo uma diminuição do endividamento que, a par da elevada percentagem de empréstimos a taxa variável e da descida das taxas de juro, conduziu a uma melhoria do rendimento de juros líquido. Para as empresas, os passivos remunerados ultrapassam os ativos em todos os países de grande dimensão da área do euro. Ao longo da última década, os ativos remunerados líquidos, em percentagem do PIB, mantiveram-se relativamente inalterados na Alemanha e na França, mas registaram uma tendência ascendente constante na Espanha, na Itália e nos Países Baixos. Na Espanha e na Itália, a melhoria do resultado líquido de juros desde 2012 decorre, sobretudo, de uma redução do endividamento, a par de uma elevada percentagem de dívida de taxa variável e de taxas de juro mais baixas.

⁵ Para além dos depósitos e títulos de dívida, a poupança das famílias pode também assumir a forma de aquisições de ações, ações/participações em fundos de investimento, seguros de vida, produtos de pensões e imóveis. No segundo trimestre de 2023, as posições ativas líquidas das famílias, nomeadamente a diferença entre o total dos ativos detidos e o total dos passivos em dívida, situaram-se entre 420% e 607% do PIB nos cinco Estados-Membros de maior dimensão da área do euro.

Gráfico D

Ativos remunerados líquidos na área do euro e nos países de maior dimensão da área do euro

(saldos em percentagem dos fluxos dos quatro trimestres do PIB nominal)



Fontes: Eurostat e BCE, dados das contas setoriais trimestrais e cálculos dos autores.

Notas: Os ativos remunerados líquidos referem-se ao total dos ativos remunerados de um setor institucional menos os seus passivos de dívida por liquidar. Os ativos remunerados incluem depósitos, títulos de dívida detidos diretamente e empréstimos concedidos. No caso das famílias, os passivos de dívida por liquidar incluem empréstimos recebidos de todos os setores institucionais. No caso das empresas, os passivos de dívida por liquidar também incluem títulos de dívida emitidos. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2023.

Em suma, o efeito dos aumentos das taxas de juro sobre o rendimento de juros líquido depende de o setor institucional atuar, numa base líquida, como mutuante ou mutuário. A subida das taxas de juro afeta negativamente os setores institucionais que precisam de contrair empréstimos, devido aos custos de financiamento mais elevados. Por seu lado, os aforradores líquidos ganham mais, porque podem beneficiar das taxas de juro mais elevadas dos seus ativos. Além disso, as variações das taxas de juro auferidas e pagas sobre o *stock* de ativos e passivos ocorrem apenas gradualmente, à medida que os instrumentos de taxa variável são reavaliados e os instrumentos de taxa fixa atingem o prazo de vencimento. O rendimento de juros líquido das famílias da área do euro aumentou 0,1% do PIB desde o final de 2021 e estimulou ligeiramente a despesa do consumo privado, através da propensão marginal ao consumo de rendimento de juros. No entanto, o seu efeito positivo no consumo tem sido menor do que o efeito negativo das taxas de juro mais elevadas transmitido através de outros canais. Em contraste, o rendimento de juros líquido das empresas diminuiu 0,3% do PIB desde o final de 2021, resultando num menor investimento devido à sensibilidade dos fluxos de caixa.

Por Ramón Adalid, Max Lampe e Silvia Scopel

O ciclo de subida das taxas diretoras que teve início em meados de 2022 levou os bancos a aumentar as taxas com que remuneram os depósitos. Até ao momento, o BCE aumentou as suas três taxas de juro diretoras em 450 pontos base ao longo do ciclo de maior restritividade. Em comparação com os níveis observados no final de maio de 2022, pouco antes de a intenção de aumentar as taxas de juro ser anunciada na conferência de imprensa de junho, as taxas de juro dos novos depósitos a prazo aumentaram 372 pontos base e as dos depósitos *overnight* 50 pontos base.

No entanto, as taxas dos depósitos permanecem um pouco abaixo dos níveis históricos em comparação com as taxas diretoras, em especial para as famílias e, sobretudo, para os respetivos depósitos *overnight*. Quando as taxas de juro são positivas, a remuneração dos depósitos a prazo tende a seguir de perto a taxa diretora¹. Em outubro de 2023, foi oferecida às empresas e às famílias da área do euro, em média, uma taxa de juro anual de 3,70% e 3,27%, respetivamente, para os depósitos a prazo recém-acordados com prazo até 2 anos. Tal implica diferenciais face à taxa diretora de -30 e -73 pontos base, respetivamente. Em outubro, o diferencial dos depósitos a prazo das empresas situou-se no intervalo histórico, enquanto o dos depósitos a prazo das famílias foi um pouco mais alargado, mas não sem precedentes, sendo globalmente semelhante ao observado no início de 2001, no pico do ciclo de maior restritividade observado em 2000-2001. Em contraste com os depósitos a prazo, a remuneração dos depósitos *overnight* permanece tipicamente muito abaixo da taxa diretora quando as taxas de juro se situam muito acima de zero, refletindo os serviços de pagamento, de liquidez e de conveniência oferecidos pelos depósitos à vista (gráfico A, painel a)². A remuneração conexa também evolui lentamente, o que significa que a dimensão do diferencial daí resultante face à taxa diretora tende a alargar-se durante os ciclos de maior restritividade. Este alargamento está em linha com a noção de que os elevados custos de transferência conferem aos bancos poder de mercado, especialmente no mercado dos depósitos à vista³. Em outubro de 2023, estes depósitos ofereceram um diferencial negativo consideravelmente maior do que no período de 2007-2008, quando as taxas estabilizaram no pico do ciclo de subida, mas menos em comparação com o patamar atingido no ciclo de 2000. Porém, importa ter em

¹ A taxa diretora é a taxa de juro que um banco central utiliza para sinalizar a sua orientação de política monetária. A taxa das operações principais de refinanciamento foi utilizada como taxa de referência para calcular os diferenciais relativos às taxas de juro dos depósitos na primeira década do euro, dado que, numa conjuntura de níveis muito baixos de liquidez excedentária, a taxa das operações principais de refinanciamento constituiu a principal referência para as taxas de juro do mercado. Em contraste, a taxa de juro da facilidade permanente de depósito tornou-se a principal âncora das taxas de juro do mercado no atual contexto de ampla liquidez excedentária. Por conseguinte, esta taxa tem sido utilizada para calcular os diferenciais relativos às taxas dos depósitos para aquele período.

² Ver Drechsler, I., Savov, A., e Schnabl, P., [The deposits channel of monetary policy](#), *The Quarterly Journal of Economics* 132, vol. 132, n.º 4, 2017, pp. 1819-1876.

³ Ver Polo, A., [Imperfect pass-through to deposit rates and monetary policy transmission](#), *Staff Working Paper*, n.º 933, Bank of England, 2021.

conta que a remuneração dos depósitos no período de 2007-2008 possa ter sido parcialmente suportada pelas necessidades de liquidez dos bancos à medida que a crise financeira mundial se começava a manifestar. Simetricamente, a dinâmica no ciclo atual também parece estar a ser parcialmente afetada pelas baixas necessidades de financiamento dos bancos, num contexto de fraca concessão de crédito e de menor concorrência em alguns segmentos do mercado de depósitos⁴.

As variações acumuladas nas taxas dos depósitos têm sido relativamente fracas, em parte visto que as taxas dos depósitos se situaram acima da taxa diretora durante o período de taxas de juro negativas que antecedeu o ciclo atual, mas também devido a uma transmissão genuinamente mais fraca às taxas dos depósitos *overnight* para as famílias. O rácio do aumento das taxas dos depósitos face ao aumento das taxas diretoras é uma medida amplamente utilizada para comparar a força da transmissão das taxas de juro às taxas dos depósitos ao longo dos ciclos de maior restritividade. Este rácio é geralmente designado por beta dos depósitos. No entanto, esta medida é sensível ao ponto de partida, especialmente se o diferencial entre a taxa dos depósitos e a taxa diretora nessa altura diferir da norma histórica. Tal observou-se no início do atual ciclo de maior restritividade, uma vez que, em meados de 2022, os diferenciais entre as taxas dos depósitos e as taxas diretoras eram negativos (gráfico A, painel a, parte da direita). Estes diferenciais de depósitos invertidos refletem o facto de os bancos se terem mostrado relutantes em transmitir as taxas de juro negativas aos seus depositantes de retalho devido a barreiras jurídicas e riscos de litígio ou a preocupações com os levantamentos de depósitos⁵. O final do período de taxas de juro negativas e muito baixas permitiu que os diferenciais entre a taxa diretora e as taxas dos depósitos regressassem aos seus padrões históricos, marcando um período quando as subidas das taxas diretoras foram compensadas apenas por pequenos aumentos das taxas dos depósitos. Por esta razão, é importante excluir o período de taxas de juro reduzidas quando se utiliza betas dos depósitos para comparar a força da repercussão das taxas dos depósitos face a episódios anteriores. Seria possível, por exemplo, excluir o período quando a taxa diretora era inferior a 2%, o nível observado no início do ciclo anterior. Se tal acontecer, os betas dos depósitos aumentam para todos os depósitos *overnight*, bem como para os depósitos a prazo detidos pelas famílias. O facto de as empresas e as famílias deterem atualmente uma percentagem de depósitos *overnight* superior ao que era habitual é outro fator que afeta os betas agregados dos depósitos, ou seja, os que ponderam as subidas das taxas de juro nos vários tipos de depósitos com base nos respetivos saldos (gráfico B, painel b). A utilização das percentagens de depósitos do ciclo de maior restritividade em 2005-2007 (em vez das percentagens atuais) para combinar a remuneração dos depósitos *overnight* e dos depósitos a prazo leva o beta dos depósitos daí resultante a aproximar-se do de anteriores ciclos de subida, embora seja ainda ligeiramente inferior (gráfico A, painel b). Tal deve-se sobretudo à transmissão genuinamente mais fraca dos aumentos das taxas de política aos depósitos *overnight* das famílias.

⁴ Ver Mayordomo, S., e Roibás, I., [The pass-through of market interest rates to bank interest rates](#), *Documentos Ocasionales*, n.º 2312, Banco de España, 2023.

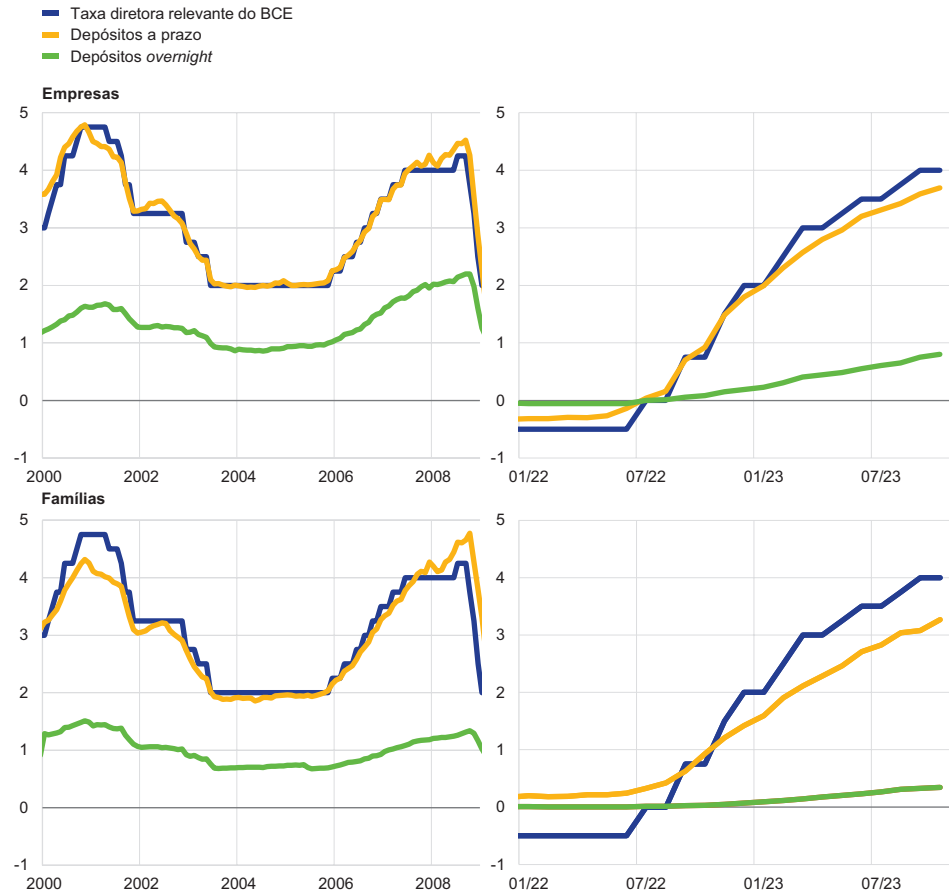
⁵ Ver o artigo intitulado [Negative rates and the transmission of monetary policy](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2020.

Gráfico A

Transmissão das taxas de juro na área do euro

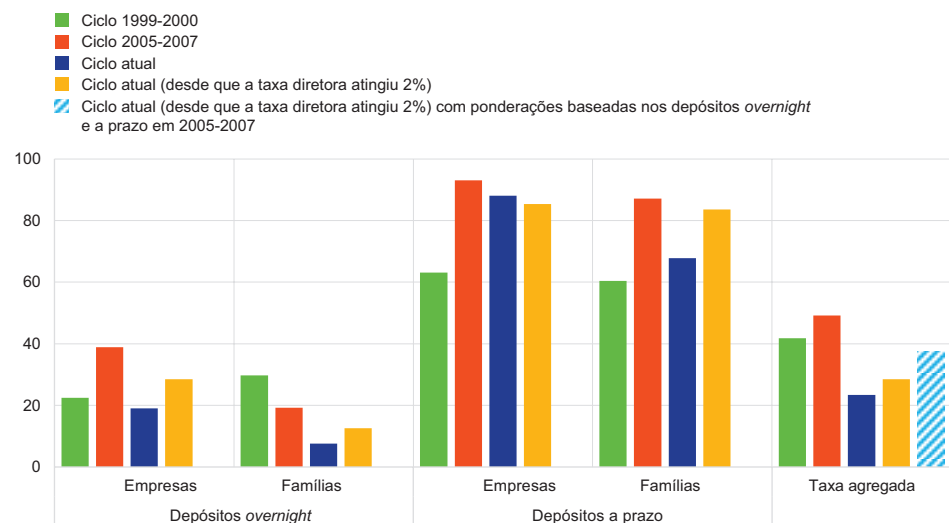
a) Níveis das taxas de juro

(percentagens por ano)



b) Betas dos depósitos

(percentagens)



Fonte: BCE.

Notas: Os depósitos a prazo correspondem às taxas dos contratos recém-celebrados com um prazo de vencimento de até 2 anos. Os betas dos depósitos são definidos como o rácio que confronta o aumento das taxas dos depósitos com o aumento das taxas diretoras. As últimas observações referem-se a outubro de 2023.

O aumento da remuneração dos depósitos a prazo e das obrigações após um longo período de taxas de juro baixas ou negativas incentivou transferências de depósitos *overnight* e outros depósitos com baixa remuneração para estes instrumentos. Durante o período de taxas de juro baixas, o custo de oportunidade de detenção de depósitos *overnight* foi muito baixo, levando as famílias e as empresas a acumular praticamente todos os seus novos saldos do agregado monetário em depósitos *overnight* (gráfico B, painel a). A atual maior restritividade da política monetária, e a sua transmissão às taxas dos depósitos e às taxas de rentabilidade de outros ativos financeiros, aumentou o custo de oportunidade de detenção de depósitos *overnight* para níveis semelhantes aos observados em ciclos de subida anteriores. Tal levou as empresas e as famílias a transferir uma porção significativa do seu *stock* invulgarmente elevado de depósitos *overnight* para depósitos a prazo e obrigações. Este *stock* contraiu-se em relação a meados de 2022, mas permanece elevado face aos padrões históricos. Isto é ainda mais evidente no caso das famílias do que das empresas (gráfico B, painel b)⁶, o que poderá explicar a moderação das transferências de depósitos pelas empresas observada nos últimos dois trimestres.

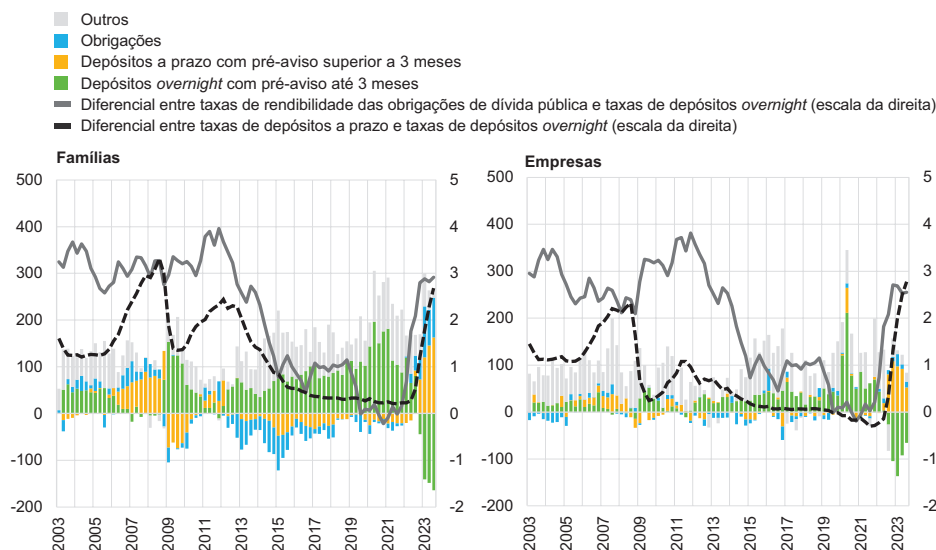
⁶ O período referente ao quarto trimestre de 2005 serve de referência relevante para efeitos de comparação, uma vez que é o início do ciclo de maior restritividade em 2005. A utilização como referência da média durante um período mais longo (como a utilizada no gráfico A, painel a, parte da direita) não alteraria a conclusão de que o peso dos depósitos *overnight* é com efeito substancialmente mais elevado do que no passado, especialmente no setor das famílias.

Gráfico B

Reequilíbrio de carteiras

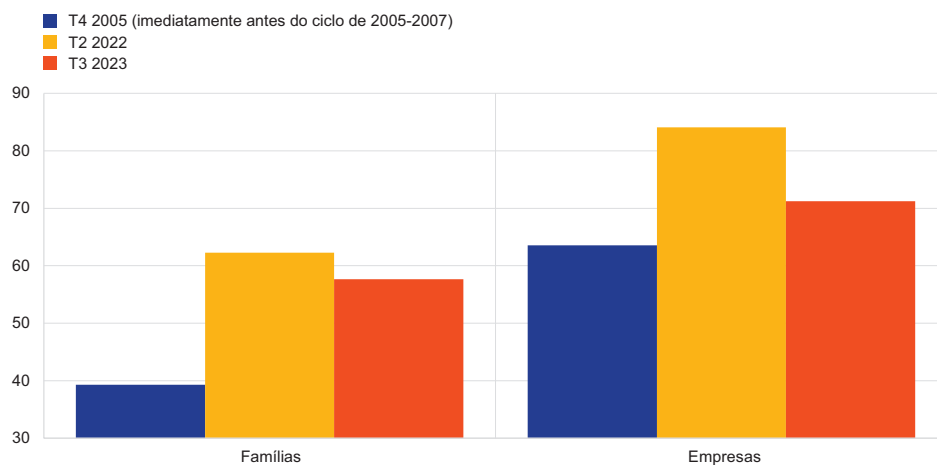
a) Investimento financeiro pelas empresas e pelas famílias

(escala da esquerda: fluxos trimestrais, mil milhões de euros; escala da direita: pontos percentuais)



b) Depósitos *overnight*

(percentagem do total de detenções de depósitos)



Fonte: BCE.

No geral, para além de afetarem as decisões das famílias e das empresas em matéria de carteiras, as alterações à política monetária afetam a criação de moeda de várias formas. Primeiro, através da criação de crédito, dado que, quando os bancos concedem crédito, tal reflete-se imediatamente num aumento dos saldos de depósitos dos mutuários, que podem utilizar para efetuar pagamentos e outras transações⁷. Segundo, de igual modo, os saldos do agregado monetário largo aumentam quando o banco central adquire ativos a residentes na área do euro exceto bancos, e também quando os não residentes adquirem bens, serviços e

⁷ Tal não implica que os bancos possam criar depósitos ilimitados. Primeiro, os depósitos criados poderão perfeitamente vir a acabar noutros bancos. Segundo, a fim de conceder crédito, os bancos devem, entre outros aspetos, ter em conta a sua posição de financiamento e solvabilidade mais em geral e o risco inerente nas suas exposições e respeitar as restrições regulamentares.

ativos financeiros a residentes na área do euro exceto bancos⁸. Por último, o crédito do banco central aos bancos pode também conduzir à criação de moeda, na medida em que substitui o financiamento através de obrigações, libertando assim fundos que os depositantes podem manter nas suas contas.

O atual aumento de restritividade da política monetária enfraqueceu a criação de moeda nos agregados largos, levando-a para território negativo até um mínimo historicamente baixo.

Desde o início do atual ciclo de maior restritividade, as taxas de juro mais elevadas reduziram consideravelmente a procura e a oferta de empréstimos. Tal reduziu drasticamente os volumes de crédito, o que representa uma fonte típica de criação de moeda. Além disso, a contração do balanço do Eurosistema reforçou a redução da oferta de crédito e teve um efeito atenuante direto sobre o M3 através de dois canais: i) reembolsos no âmbito das ORPA direcionadas, que incentivam os bancos a emitir obrigações de longo prazo, reduzindo assim os saldos monetários à medida que os depositantes adquirem estas obrigações; e ii) reembolsos progressivos da carteira do programa de compra de ativos, que retira moeda de circulação⁹. Em resultado, o contributo para o M3 homólogo dos empréstimos às empresas e às famílias caiu de 4 pontos percentuais em meados de 2022 para cerca de zero em outubro de 2023, ao passo que a emissão de obrigações bancárias está atualmente a retirar cerca de 1,5 pontos percentuais do *stock* homólogo do M3. O contributo direto das compras do Eurosistema passou a ser negativo, passando de cerca de 6 pontos percentuais no início de 2022 para -1 ponto percentual em outubro de 2023. Porém, tal foi amplamente compensado por aquisições de obrigações de dívida pública por investidores estrangeiros, embora as aquisições de obrigações pelas famílias estejam atualmente a pesar ligeiramente sobre a dinâmica monetária. A recuperação do excedente da balança corrente e de capital, que reflete igualmente o enfraquecimento da procura interna de bens estrangeiros, também continuou a apoiar as entradas monetárias líquidas do exterior desde o final de 2022 (gráfico C, painel a).

⁸ O M3 compreende predominantemente responsabilidades líquidas e de curto prazo emitidas por instituições financeiras monetárias e detidas pelo setor detentor de moeda.

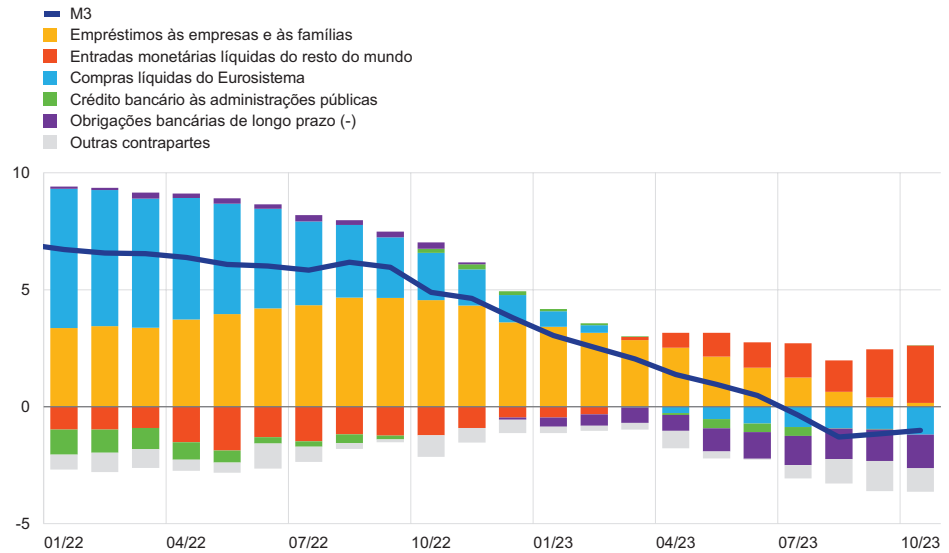
⁹ Ver Lane, P. R., [The banking channel of monetary policy tightening in the euro area](#), intervenção no painel de discussão sobre solvabilidade bancária e política monetária, no seminário sobre fricções macrofinanceiras, monetárias e financeiras organizado pelo Gabinete Nacional de Estudos Económicos dos Estados Unidos (National Bureau of Economic Research – NBER) no âmbito do seu “Summer Institute 2023”, 12 de julho de 2023.

Gráfico C

Agregados monetários

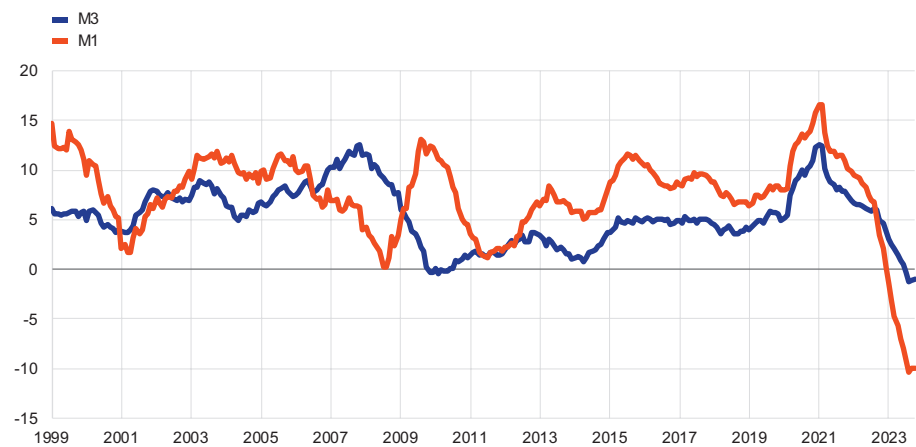
a) Fontes de criação de moeda

(taxas de variação homologas (%); contributos em pontos percentuais para as taxas de variação homologas)



b) Agregados monetários

(taxas de variação homologas (%))



Fonte: BCE.

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

As transferências de depósitos e a contração do agregado monetário largo resultaram num crescimento negativo sem precedentes do agregado monetário estreito M1. Visto que os depósitos *overnight* são a principal componente do M1, a substituição desses depósitos resultou numa contração sem precedentes deste agregado (em cerca de 10% desde o verão; gráfico C, painel b). Dado que, em termos históricos, o crescimento do M1 permite uma boa previsão do crescimento do PIB real, tal suscitou preocupações quanto a um novo abrandamento da atividade económica¹⁰. Em parte, esta ligação funciona através de decisões de consumo, poupança e investimento, uma vez que o M1 é um

¹⁰ Ver a caixa intitulada [The predictive power of real M1 for real economic activity in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2019.

indicador relevante do grau de liquidez na economia. Porém, na atual situação, a substituição em curso dos depósitos *overnight* e o anterior crescimento robusto do M1 desde 2015 – que esteve, em grande medida, associado à combinação de compras líquidas de ativos com taxas de juro baixas – podem estar a esbater o sinal habitual. Por outras palavras, uma redução do M1 resultante de um ajustamento de carteira em detrimento dos depósitos *overnight* deverá, em princípio, ter um impacto mais contido sobre a capacidade de despesa dos agentes. Por conseguinte, deverá ter um menor impacto negativo sobre o PIB do que uma descida típica do M1, em particular dado que o *stock* de depósitos *overnight* se mantém relativamente elevado face aos padrões históricos. No entanto, tal não significa que o M1 deva ser totalmente desconsiderado, especialmente quando acompanhado de tensões nos mercados financeiros e de uma procura acrescida de liquidez.

© 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-23-012-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep