



BANCO CENTRAL EUROPEU  
EUROSISTEMA

# Boletim Económico

Número 2 / 2024



# Índice

<b>Evolução económica, financeira e monetária</b>	<b>2</b>
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	7
2 Atividade económica	14
3 Preços e custos	22
4 Evolução do mercado financeiro	29
5 Condições de financiamento e evolução do crédito	35
6 Evolução orçamental	42
<b>Caixas</b>	<b>45</b>
1 Especulação nos preços do petróleo e do gás em tempos de riscos geopolíticos	45
2 Como a geopolítica está a mudar o comércio	51
3 Como é que as famílias ajustaram o seu comportamento relativamente a despesas e poupanças para fazer face à inflação elevada?	57
4 Quais foram os fatores impulsionadores da inflação dos preços dos produtos alimentares na área do euro nos últimos dois anos?	64
5 Análise atualizada da exatidão das projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema/BCE publicadas recentemente para a inflação de curto prazo	71
6 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 1 de novembro de 2023 a 30 de janeiro de 2024	78
7 O euro como moeda mundial, da perspetiva dos pagamentos	84
8 Plano do BCE para o clima e a natureza em 2024-2025	88

# Evolução económica, financeira e monetária

## Apreciação global

Na reunião de 7 de março de 2024, o Conselho do BCE decidiu manter as três taxas de juro diretoras do BCE inalteradas. Desde a sua reunião de política monetária em 25 de janeiro de 2024, a inflação registou nova descida. Nas projeções macroeconómicas para a área do euro de março de 2024 elaboradas por especialistas do BCE, a inflação foi revista em baixa, em particular para 2024, o que reflete sobretudo um contributo menor dos preços dos produtos energéticos. Os especialistas do BCE projetam agora que a inflação seja, em média, de 2,3% em 2024, 2,0% em 2025 e 1,9% em 2026. As projeções para a inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares também foram revistas em baixa, sendo, em média, de 2,6% em 2024, 2,1% em 2025 e 2,0% em 2026. Embora a maioria das medidas da inflação subjacente tenham abrandado novamente, as pressões internas sobre os preços permanecem elevadas, devido, em parte, ao forte crescimento dos salários. As condições de financiamento são restritivas e os anteriores aumentos das taxas de juro continuam a pesar sobre a procura, o que está a ajudar a reduzir a inflação. Os especialistas do BCE reviram em baixa, para 0,6%, a projeção relativa ao crescimento em 2024, devendo a atividade económica permanecer moderada no curto prazo. Posteriormente, esperam que a economia recupere e cresça 1,5% em 2025 e 1,6% em 2026, apoiada, no início, pelo consumo e, mais tarde, pelo investimento.

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 do BCE 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 serão fixadas em níveis suficientemente restritivos durante o tempo que for necessário.

O Conselho do BCE continuará a seguir uma abordagem dependente dos dados na determinação do nível e da duração adequados da restritividade. Mais especificamente, as 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.

## Atividade económica

A economia permanece fraca. Os consumidores continuaram a refrear as suas despesas, o investimento registou uma moderação e as empresas exportaram menos, refletindo um abrandamento da procura externa e algumas perdas de

competitividade. Contudo, os inquéritos apontam para uma recuperação gradual no decurso de 2024. Com a queda da inflação e a continuação da subida dos salários, os rendimentos reais recuperarão, apoiando o crescimento. Além disso, o impacto atenuador de anteriores aumentos das taxas de juro desvanecer-se-á gradualmente, sendo que a procura de exportações da área do euro deverá subir.

A taxa de desemprego é a mais baixa desde a introdução do euro. O emprego cresceu 0,3% no último trimestre de 2023, ultrapassando de novo o crescimento da atividade económica. Consequentemente, o produto por pessoa registou nova descida. Entretanto, os empregadores estão a anunciar menos vagas de emprego, sendo, ao mesmo tempo, menor o número de empresas que reportam que a sua produção está a ser restringida pela escassez de mão de obra.

De acordo com as projeções de março de 2024, projeta-se que o crescimento económico recupere gradualmente durante 2024, à medida que o rendimento disponível real aumenta, num contexto de descida da inflação e de crescimento robusto dos salários, e à medida que os termos de troca melhoram. Sendo pouco provável que as atuais perturbações do frete marítimo na região do mar Vermelho causem novas restrições significativas do abastecimento, o crescimento das exportações deverá recuperar o atraso em relação à procura externa cada vez mais forte. No médio prazo, considera-se que a recuperação também será apoiada pelo desvanecimento gradual do impacto do aumento da restritividade da política monetária do BCE. Em geral, o crescimento real médio anual do PIB deverá situar-se em 0,6% em 2024 e aumentar para 1,5% em 2025 e 1,6% em 2026. Em comparação com as projeções macroeconómicas para a área do euro de dezembro de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em baixa para 2024, devido aos efeitos de repercussão de anteriores surpresas em termos de dados negativos e às informações prospetivas mais fracas que têm vindo a ser disponibilizadas. Quanto a 2025, permanecem inalteradas e, no tocante a 2026, foram objeto de uma ligeira revisão em alta.

Os governos devem continuar a suprimir as medidas de apoio relacionadas com os produtos energéticos, a fim de permitir que o processo de desinflação prossiga de forma sustentável. As políticas orçamentais e estruturais devem ser reforçadas de modo a tornar a economia da área do euro mais produtiva e competitiva, a expandir a capacidade de oferta e a reduzir progressivamente os elevados rácios da dívida pública. Uma execução mais rápida do programa do Instrumento de Recuperação da União Europeia (“NextGenerationEU”) e uma maior determinação nos esforços para eliminar as barreiras nacionais a mercados bancários e de capitais mais profundos e integrados podem ajudar a aumentar o investimento nas transições ecológica e digital e a reduzir as pressões sobre os preços no médio prazo. O quadro de governação económica da UE revisto deve ser aplicado sem demora.

## Inflação

A inflação desceu ligeiramente para 2,8% em janeiro e, de acordo com a estimativa provisória do Eurostat, registou nova descida para 2,6% em fevereiro. A inflação dos preços dos produtos alimentares desceu novamente, situando-se em 5,6% em janeiro e 4,0% em fevereiro, ao passo que os preços dos produtos energéticos em ambos os meses continuaram a baixar em comparação com um ano antes, mas a uma taxa inferior à de dezembro. A inflação dos preços dos bens também registou nova queda, situando-se em 2,0% em janeiro e 1,6% em fevereiro. Após ter permanecido em 4,0% durante três meses consecutivos, a inflação dos preços dos serviços desceu ligeiramente para 3,9% em fevereiro.

A maioria das medidas de inflação subjacente registou nova descida em janeiro, com o impacto de anteriores choques sobre a oferta a continuar a desvanecer-se e a política monetária restritiva a pesar sobre a procura. Porém, as pressões internas sobre os preços ainda são elevadas, em parte devido ao crescimento robusto dos salários e à queda da produtividade do trabalho. Simultaneamente, existem sinais de que o crescimento dos salários está a começar a registar uma moderação. Além disso, os lucros estão a absorver parte dos crescentes custos do trabalho, o que reduz os efeitos inflacionistas.

Espera-se que a inflação prossiga esta tendência em sentido descendente nos próximos meses. Mais adiante, espera-se que desça no sentido do objetivo do Conselho do BCE, com a moderação dos custos do trabalho e o desvanecimento dos efeitos dos anteriores choques energéticos, dos estrangulamentos no abastecimento e da reabertura da economia após a pandemia. As medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo permanecem globalmente estáveis, situando-se, na maioria, em torno de 2%.

De acordo com as projeções de março de 2024, a inflação deverá continuar a moderar-se, em virtude do abrandamento em curso das pressões acumuladas e do impacto do aumento da restritividade da política monetária, sendo, porém, o ritmo dessa moderação mais modesto do que o observado em 2023. As pressões acumuladas sobre os preços deverão continuar a desvanecer-se, prevenindo-se que as perturbações do frete marítimo na região do mar Vermelho tenham apenas um impacto limitado em sentido ascendente. Com a descida dos preços dos produtos energéticos, a forte evolução dos custos do trabalho deverá ser o principal fator impulsionador da inflação dos preços excluindo produtos energéticos e produtos alimentares. O crescimento dos salários nominais manter-se-á elevado, impulsionado pela persistente restritividade do mercado de trabalho, mas deverá abrandar gradualmente ao longo do horizonte de projeção, perante o desvanecimento dos efeitos em sentido ascendente das medidas de compensação pela inflação. Uma recuperação do crescimento da produtividade deverá apoiar a moderação das pressões sobre os custos do trabalho. Considera-se que o crescimento dos lucros enfraquecerá ao longo do horizonte de projeção e que amortecerá a transmissão dos custos do trabalho. Em geral, a inflação global média anual deverá diminuir de 5,4% em 2023 para 2,3% em 2024, 2,0% em 2025 e 1,9% em 2026. Atendendo às perspetivas fracas para a inflação dos preços dos produtos energéticos, a inflação global deverá permanecer abaixo da inflação excluindo

produtos energéticos e produtos alimentares. Em comparação com as projeções de dezembro de 2023, a inflação global foi revista em baixa para 2024 e 2025, devido sobretudo aos efeitos diretos e indiretos dos pressupostos inferiores relativos aos preços das matérias-primas energéticas e às menores pressões sobre os custos do trabalho, permanecendo inalterada para 2026.

## Avaliação 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 e gerar perturbações no comércio mundial. O crescimento poderá ser mais elevado se a inflação descer mais rapidamente do que o esperado e a subida dos rendimentos reais resultar em aumentos da despesa superiores ao 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, especialmente no Médio Oriente, que poderiam fazer subir os preços dos produtos energéticos e os custos de frete no curto prazo e resultar em perturbações no comércio mundial. A inflação também poderá ser mais elevada do que o previsto se os salários aumentarem mais do que o esperado ou as margens de lucro se revelarem mais resilientes. 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.

## Condições monetárias e financeiras

As taxas de juro do mercado subiram desde a reunião do Conselho do BCE de 25 de janeiro de 2024, e a política monetária manteve a restritividade das condições de financiamento em geral. As taxas ativas bancárias do crédito às empresas estabilizaram, de um modo geral, ao passo que as taxas do crédito à habitação desceram em dezembro e janeiro. No entanto, as taxas ativas bancárias permanecem elevadas, situando-se em 5,2% nos empréstimos a empresas e em 3,9% no crédito à habitação.

O crédito bancário às empresas passou para valores positivos em dezembro, tendo registado uma taxa de crescimento homóloga de 0,5%. Todavia, em janeiro, desceu ligeiramente para 0,2%, devido a um fluxo negativo no mês. O crescimento dos empréstimos às famílias continuou a enfraquecer, tendo descido para 0,3% em termos homólogos em janeiro. A moeda em sentido lato – medida pelo agregado monetário largo M3 – apresentou uma taxa de crescimento fraca de 0,1%.

## 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 programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP). No segundo semestre do ano, pretende reduzir a carteira do PEPP, em média, em 7,5 mil milhões de euros por mês. O Conselho do BCE tenciona descontinuar os reinvestimentos no contexto 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.

Visto que 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 orientação da política monetária.

## Conclusão

O Conselho do BCE decidiu na reunião de 7 de março de 2024 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 diretoras do BCE 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 de juro diretoras do BCE serão 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. Em qualquer caso, 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 2% no médio prazo e a preservar o bom funcionamento da transmissão da política monetária.

# 1 Conjuntura externa

*O crescimento mundial registou uma moderação na viragem do ano, com a maior restritividade da política monetária a ser transmitida à economia mundial. O abrandamento do crescimento do consumo reflete, em parte, o desvanecimento de fatores favoráveis nas principais economias avançadas, onde os mercados de trabalho arrefecem gradualmente, embora permaneçam relativamente restritivos, e o stock de poupança em excesso acumulada durante a pandemia, no geral, se esgotou. Na China, as despesas de consumo mantêm-se fracas no contexto de um mercado imobiliário fraco. Projeta-se que as taxas de crescimento homólogo a nível mundial se reduzam gradualmente ao longo do período de 2024 a 2026 e que permaneçam, no médio prazo, ligeiramente abaixo dos níveis observados na última década. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento mundial foi revisto em alta para este ano nas projeções macroeconómicas de março de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, em grande parte devido aos melhores resultados do crescimento nos Estados Unidos. Projeta-se que o comércio mundial recupere este ano e que cresça mais em consonância com a atividade mundial posteriormente. Embora a projeção para o comércio mundial se mantenha globalmente inalterada em comparação com as projeções de dezembro de 2023, prevê-se que o comércio mundial permanecerá abaixo do nível da respetiva tendência histórica ao longo do horizonte de projeção. A inflação mundial deverá baixar ao longo do mesmo período.*

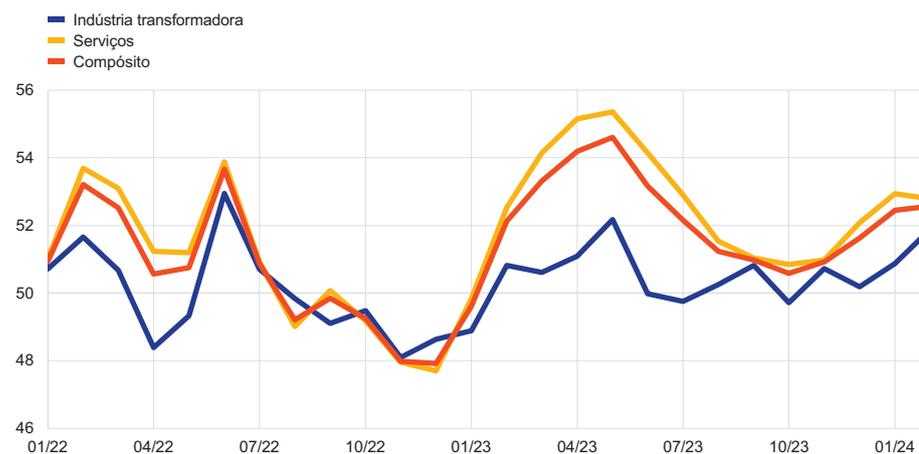
**O crescimento económico mundial registou uma moderação na viragem do ano, com a maior restritividade da política monetária a ser transmitida à economia mundial.** Estima-se que o crescimento do PIB real mundial tenha abrandado para 0,8% no quarto trimestre, face a 1,0% no terceiro trimestre de 2023<sup>1</sup>. No geral, estima-se que a atividade económica mundial tenha aumentado 3,5% em 2023, ou seja, a um ritmo semelhante ao do ano anterior e à taxa de crescimento média da última década. Situa-se, igualmente, 0,2 pontos percentuais acima da taxa de crescimento mundial indicada nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Porém, os dados entretanto disponibilizados sugerem que o crescimento do consumo mundial se está a moderar, à medida que os fatores favoráveis às despesas de consumo se dissipam. Os mercados de trabalho, embora ainda relativamente restritivos, estão gradualmente a arrefecer nas principais economias avançadas, tal como sinalizado pela redução dos rácios de postos de trabalho por preencher em relação ao desemprego, sendo que o crescimento dos salários nominais também está progressivamente a diminuir. Além disso, o *stock* de poupança em excesso acumulada durante a pandemia esgotou-se, no geral. Na China, as despesas de consumo mantêm-se fracas num contexto de desenvolvimentos no mercado imobiliário residencial. Consequentemente, as despesas de consumo a nível mundial, que sustentaram a atividade económica na fase de recuperação pós-pandemia, permanecem moderadas. Mais recentemente, o Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto aumentou

<sup>1</sup> Visto que a presente secção se centra na evolução da conjuntura mundial, todas as referências a indicadores económicos agregados excluem a área do euro.

ligeiramente em fevereiro, sugerindo que a atividade se fortaleceu quer no setor da indústria transformadora quer no dos serviços (gráfico 1). No entanto, este sinal deve ser interpretado à luz de um conjunto mais alargado de dados entretanto disponibilizados, os quais continuam, no geral, a apontar para uma atividade mundial modesta.

**Gráfico 1**  
IGC mundial do produto

(índices de difusão)



Fontes: S&P Global S&P Global Market Intelligence e cálculos de especialistas do BCE.  
Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2024.

**Projeta-se que o crescimento mundial registe uma descida gradual durante o horizonte de projeção.**

A ligeira descida do crescimento este ano reflete a continuação do desvanecimento do impacto dos referidos fatores favoráveis, que tinham sustentado as despesas de consumo nas economias avançadas no período após a pandemia. Os efeitos de anteriores aumentos da restritividade da política monetária, bem como a elevada incerteza num contexto de tensões geopolíticas, contribuíram para estes desenvolvimentos. No geral, projeta-se que o crescimento do PIB real mundial se situe em 3,4% este ano, antes de abrandar para 3,2% por ano ao longo do período de 2025 e 2026, isto é, a um ritmo ligeiramente mais lento do que o observado na última década. O crescimento mundial foi revisto em alta para este ano em comparação com as projeções de dezembro de 2023, em grande parte devido à repercussão dos melhores resultados do crescimento nos Estados Unidos.

**O crescimento do comércio mundial de bens mantém-se positivo.**

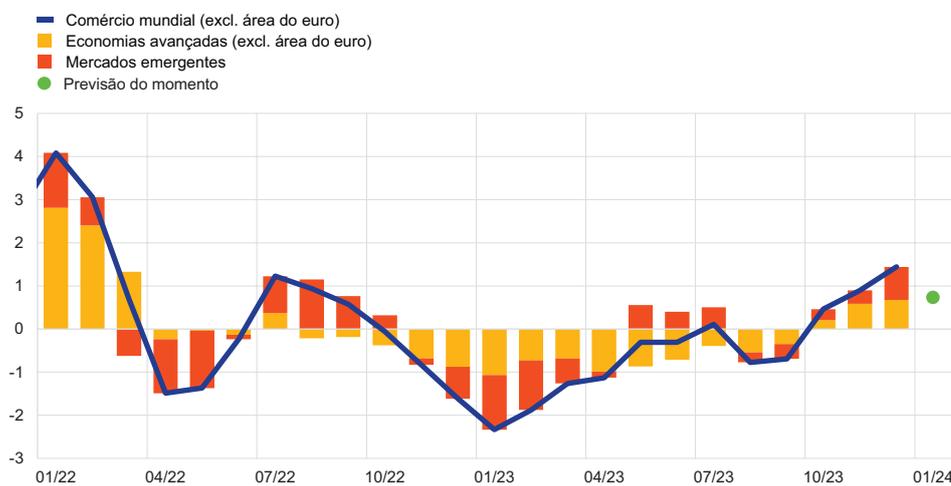
O crescimento do comércio mundial de mercadorias passou para valores positivos no quarto trimestre de 2023, sendo que se estima que tenha permanecido em terreno positivo em janeiro de 2024 (gráfico 2). Esta melhoria reflete uma correção da evolução que caracterizou a recuperação pós-pandemia, como, por exemplo, o reequilíbrio das despesas em bens em favor de serviços e um ajustamento nas existências a nível mundial. O comércio mundial deverá continuar a recuperar, dado que se prevê que o impacto da evolução pós-pandemia se dissipará gradualmente, e dado que quer o ciclo de fabrico quer o investimento direto a nível mundial parecem estar a estabilizar no início de 2024. Espera-se que a melhoria do ciclo

tecnológico a nível mundial, um indicador avançado do crescimento global da indústria transformadora, também apoie o comércio no curto prazo<sup>2</sup>.

## Gráfico 2

### Crescimento do comércio de bens

(importações reais, taxa de variação percentual trimestral em cadeia anualizada, pontos percentuais)



Fontes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, fontes nacionais através da LSEG e cálculos de especialistas do BCE. Notas: A previsão do momento incorpora a mais recente divulgação de dados utilizando uma previsão do agregado mundial e um conjunto de variáveis macroeconómicas. As últimas observações referem-se a dezembro de 2023 (dados oficiais do CPB) e a janeiro de 2024 para a previsão do momento.

**As perturbações do frete marítimo no mar Vermelho poderiam travar a retoma do comércio mundial de mercadorias, embora se considere que o seu impacto seja limitado.** Os volumes de trânsito através do mar Vermelho caíram significativamente, dado que as empresas de frete marítimo estão a evitar a área e a redirecionar os respetivos navios via o cabo da Boa Esperança. Porém, até ao momento, as cadeias de abastecimento mundiais têm permanecido, no geral, robustas – os prazos de entrega dos fornecedores aumentaram apenas ligeiramente a nível mundial durante este ano. Mantêm-se em linha com a sua média histórica, bem abaixo dos níveis observados em 2021 e 2022, quando as cadeias de abastecimento mundiais estiveram sob forte pressão. Estão em jogo vários fatores mitigantes. Primeiro, a capacidade disponível em termos de frete marítimo parece ampla, tendo em conta que a procura mundial de bens se apresenta relativamente moderada e a frota mundial de navios de carga cresceu. Segundo, os níveis de congestionamento dos portos a nível mundial permanecem, de um modo geral, inalterados, sinalizando uma capacidade para lidar com mudanças de rotas de navios. Por último, as elevadas existências na indústria transformadora estão a contribuir para amortecer o impacto, na produção, dos prazos de entrega mais longos. Porém, os riscos para o comércio mundial e a inflação manter-se-ão caso as perturbações no mar Vermelho se intensifiquem e se tornem persistentes<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Considera-se que a evolução do fabrico mundial de bens tecnológicos, como, por exemplo, computadores, equipamento eletrónico e elétrico, proporciona informação quanto à evolução futura do setor da indústria transformadora a nível mundial e, de um modo mais geral, da economia mundial. Ver a caixa intitulada [What the maturing tech cycle signals for the global economy](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2019.

<sup>3</sup> Para uma avaliação pormenorizada das perturbações no mar Vermelho e o respetivo impacto na economia mundial e da área do euro, ver a caixa 3, nas [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2024](#).

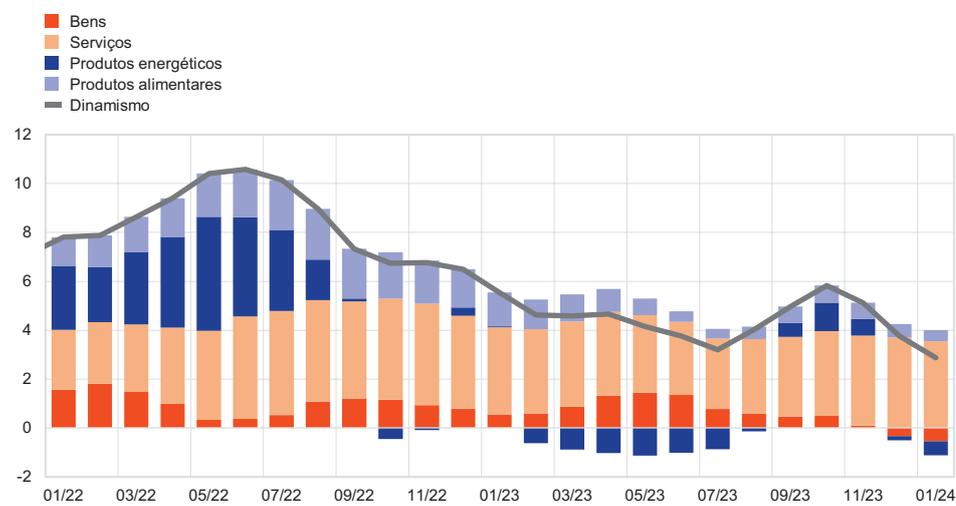
**Projeta-se que o comércio mundial recupere gradualmente este ano e que cresça mais em linha com a atividade mundial posteriormente.** O crescimento das importações mundiais deverá aumentar de 1,2% em 2023 para 2,8% este ano, antes de acelerar gradualmente para 3,1% em 2025 e 3,2% em 2026, mantendo-se globalmente inalterado face às projeções anteriores. Não obstante a recuperação projetada, prevê-se que o comércio mundial permaneça abaixo do nível da respetiva tendência histórica, refletindo o impacto das mudanças estruturais em curso nas relações comerciais, causadas pelas crescentes tensões geopolíticas. A procura externa da área do euro deverá recuperar mais gradualmente em comparação com projeções anteriores, travada pelo crescimento mais fraco das importações em alguns dos principais parceiros comerciais da área do euro no ano passado, incluindo o Reino Unido e países da Europa Central e de Leste. Esta fraqueza repercute-se na recuperação mais progressiva da procura externa da área do euro em comparação com as projeções de dezembro de 2023.

**Prosseguiu a tendência de desinflação gradual.** A inflação global medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) nos países pertencentes à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) desceu para 5,7% em janeiro, o que compara com 6,0% no mês anterior. A inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e produtos alimentares) diminuiu ligeiramente em janeiro, passando para 6,6%, face a 6,7% em dezembro. O dinamismo da inflação global medida pelo IPC, calculada como uma taxa de variação trimestral em cadeia anualizada, sugere que a tendência de desinflação a nível mundial deverá prosseguir em 2024, embora se preveja que o ritmo de desinflação abrande em comparação com o ano passado (gráfico 3). Este facto é corroborado pelos valores mais recentes dos IGC relativos aos preços dos fatores de produção e do produto, que têm propriedades de indicador avançado quanto à inflação mundial dos preços dos bens e serviços essenciais. De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2024 elaboradas por especialistas do BCE, a desinflação no sentido dos objetivos dos bancos centrais deverá prosseguir gradualmente nas economias avançadas ao longo do horizonte de projeção, ao passo que nas economias de mercado emergentes se espera que aumente ligeiramente este ano, antes de voltar a descer. Este padrão reflete a subida projetada da inflação em algumas das maiores economias, como a China, a Rússia e a Turquia. Prevê-se que o crescimento dos preços das exportações dos concorrentes da área do euro passe para valores positivos este ano e permaneça em torno da sua média de longo prazo no resto do horizonte de projeção. Este crescimento foi revisto ligeiramente em baixa para 2024 em comparação com as projeções de dezembro de 2023, num contexto de diminuição quer das pressões acumuladas quer dos preços das matérias-primas energéticas.

### Gráfico 3

#### Dinamismo da inflação global dos preços no consumidor nos países da OCDE

(taxa de variação percentual trimestral em cadeia anualizada, contributos em pontos percentuais)



Fontes: OCDE e cálculos do BCE.

Notas: Os contributos das respetivas componentes do dinamismo da inflação global nos países da OCDE apresentados no gráfico são determinados utilizando uma abordagem ascendente com base em dados nacionais disponíveis, que, em conjunto, representam 84% do agregado dos países da OCDE. A inflação dos bens essenciais subjacente é calculada como o valor residual do contributo do total dos bens menos os contributos dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. As últimas observações referem-se a janeiro de 2024.

#### Desde as projeções de dezembro de 2023, os preços do petróleo bruto mantiveram-se globalmente inalterados, enquanto os preços do gás na Europa diminuíram consideravelmente.

Os preços do petróleo permanecem relativamente estáveis, não obstante riscos geopolíticos acrescidos no Médio Oriente. Os ataques por parte dos rebeldes hutis a navios no mar Vermelho perturbaram uma parte do comércio de petróleo. Porém, o comércio de petróleo através do estreito de Ormuz, muito mais importante, não foi grandemente afetado, o que atenuou o impacto económico destes ataques. Além disso, o frete marítimo através do mar Vermelho foi redirecionado via o cabo da Boa Esperança, limitando assim as pressões em sentido ascendente devido à subida dos custos de frete marítimo, que correspondem apenas a 1%-2% do preço do petróleo. Os preços do petróleo também não foram muito afetados pelos cortes no abastecimento anunciados pela OPEP+ no final de novembro, em vigor durante o primeiro trimestre de 2024 e, recentemente, prolongados para o segundo trimestre. No geral, prevê-se que o mercado petrolífero mundial se mantenha equilibrado no primeiro trimestre de 2024 e seja excedentário durante o resto do ano, devido ao aumento da oferta de petróleo por parte dos Estados Unidos e à menor procura de petróleo nas economias avançadas. Os preços do gás na Europa diminuíram acentuadamente, devido, em grande medida, à menor procura, refletindo uma confluência de fatores, como, por exemplo, um inverno ameno, menor consumo de gás pelas famílias e o enfraquecimento da atividade industrial. Os fatores do lado da oferta também favoreceram a redução dos preços do gás, dado que os níveis de armazenamento de gás permanecem elevados.

**Nos Estados Unidos, o crescimento mantém-se robusto, mas prevê-se que se modere este ano.** Os indicadores de elevada frequência, como, por exemplo, a confiança dos consumidores e as vendas a retalho, apresentam sinais algo

heterogéneos quanto às despesas de consumo no início de 2024, após um forte desempenho no quarto trimestre de 2023. O crescente incumprimento no crédito ao consumo indica que as pressões sobre os balanços das famílias estão a aumentar, com a taxa de poupança das famílias a situar-se num nível reduzido, de 4%. Além disso, a política monetária restritiva do Sistema de Reserva Federal continua a pesar sobre a atividade económica. As condições no mercado de trabalho, embora ainda restritivas face aos padrões históricos, estão gradualmente a arrefecer. Por seu turno, o crescimento dos salários diminuiu ligeiramente, apesar de permanecer num nível ainda elevado. A inflação global medida pelo IPC desceu ligeiramente, para 3,1% em janeiro, impulsionada pelos preços dos produtos energéticos, enquanto a inflação homóloga subjacente se manteve estável, em 3,9%. Os preços dos serviços essenciais subiram ligeiramente, devido sobretudo à reaceleração das componentes não referentes a abrigo. Uma desagregação por setor da inflação das despesas de consumo pessoal mostra a transmissão eficaz da política monetária da Reserva Federal durante este ciclo de maior restritividade, com os setores sensíveis às taxas de juro a apresentar uma queda superior na inflação do que os setores não sensíveis.

**Na China, os indicadores da atividade recentes apresentam sinais contraditórios num contexto de ajustamento em curso do mercado imobiliário residencial.** Embora o crescimento da produção industrial tenha aumentado ligeiramente para 6,5% em termos anuais em dezembro, os inquéritos apresentam sinais heterogéneos para os primeiros meses deste ano. A fraqueza do setor imobiliário residencial continua a ser o principal fator adverso para a atividade económica e está a pesar sobre o consumo privado em particular. O ajustamento no setor da habitação prosseguiu em 2024, dado que as vendas de habitações novas diminuíram acentuadamente e o início da construção e as vendas de propriedades estagnaram em níveis muito reduzidos. No contexto destes desenvolvimentos adversos, o mercado acionista registou uma grande volatilidade recentemente, e a confiança dos consumidores estabilizou num nível historicamente baixo. A inflação global homóloga medida pelo IPC caiu para -0,8% em janeiro, face a -0,3% no mês anterior, refletindo sobretudo novas descidas dos preços dos produtos alimentares. A inflação subjacente homóloga medida pelo IPC (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) manteve-se positiva, em 0,4%. Este valor reduzido da inflação subjacente reflete um nível muito modesto de procura por parte dos consumidores.

**No Japão, o PIB real desceu inesperadamente no último trimestre de 2023.** A atividade económica diminuiu novamente no quarto trimestre, em 0,1%, depois de registar uma contração de 0,8% (na sequência de uma revisão em baixa) no terceiro trimestre. Este resultado reflete uma fraqueza relativamente generalizada da procura interna. O crescimento deverá entrar em terreno positivo no início de 2024, sustentado por valores mais robustos dos indicadores baseados em inquéritos, especialmente no setor dos serviços, e pela crescente confiança dos consumidores. A inflação global homóloga situou-se em 2,2% em janeiro de 2024, acima das expectativas de mercado mas abaixo dos níveis observados na parte final do ano passado. O abrandamento da inflação global reflete sobretudo a desaceleração da inflação dos produtos alimentares e a queda dos preços dos produtos energéticos. A inflação subjacente medida pelo IPC também diminuiu, para 2,6%, em janeiro, o que compara com 2,8% em dezembro.

**No Reino Unido, a atividade económica registou nova descida no quarto trimestre.** O crescimento do PIB real surpreendeu em baixa no quarto trimestre, situando-se em -0,3%, face a -0,1% no terceiro trimestre. Esta contração ficou a dever-se a uma queda no comércio líquido, refletindo uma descida acentuada nas exportações de serviços. O consumo privado e a despesa pública também ficaram aquém do esperado, devido à repercussão na despesa pública de greves recorrentes no setor público. O IGC compósito, as vendas a retalho e os indicadores de confiança continuaram a aumentar em janeiro de 2024, apontando para uma retoma do dinamismo do crescimento no Reino Unido visto que a redução dos custos de financiamento, o crescente rendimento disponível real e um mercado de trabalho resiliente apoiam a procura interna. O mercado de trabalho está a arrefecer gradualmente, mas permanece restritivo face aos padrões históricos. Os postos de trabalho por preencher diminuíram, mas a restritividade do mercado de trabalho, medido como postos de trabalho por preencher em relação a trabalhadores desempregados, mantém-se acima das médias históricas. Os dados mais recentes sobre lucros no setor privado sugerem que o crescimento dos salários nominais diminuiu para 6,2% nos três meses até dezembro, o que compara com 6,6% nos três meses até novembro, sendo que se prevê que continue a abrandar. Em janeiro, a inflação global e subjacente medidas pelo IPC mantiveram-se estáveis, em 4,0% e 5,1%, respetivamente. Ao longo dos próximos meses, a inflação global deverá cair para valores mais próximo do objetivo de 2% do Bank of England, mas apenas temporariamente, devido a efeitos de base de anteriores aumentos nas faturas do setor energético regulamentado.

## 2 Atividade económica

*O produto da área do euro continuou a registar uma estagnação no final de 2023, afetado pelo comércio mundial fraco, pela redução de existências e pela transmissão do aumento da restritividade da política monetária do BCE. Prevê-se que a atividade permaneça moderada no curto prazo e que recupere gradualmente na parte final do ano, refletindo a descida da inflação, o crescimento robusto dos salários e o fortalecimento da procura externa. Os dados dos inquéritos continuam a indicar pouco ou nenhum crescimento no curto prazo, embora os indicadores baseados em inquéritos mais prospetivos mostrem alguns sinais de melhoria. O consumo privado permanece fraco, dado que os consumidores continuam a mostrar sensibilidade aos preços e a evitar grandes compras. Contudo, deverá registar uma melhoria à medida que o rendimento disponível real recupera. A redução considerável de encomendas em atraso e a restritividade da política monetária estão a afetar as perspetivas de investimento empresarial de curto prazo, embora a melhoria registada na confiança dos investidores sugira a existência de condições prévias para uma retoma no final do ano. Em contraste, é provável que o investimento em habitação permaneça fraco. Embora a procura de mão de obra continue a abrandar, o emprego voltou a registar um aumento no quarto trimestre de 2023, em linha com a subida da população ativa. No médio prazo, a recuperação será também apoiada pelo desvanecimento gradual do impacto da restritividade da política monetária.*

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

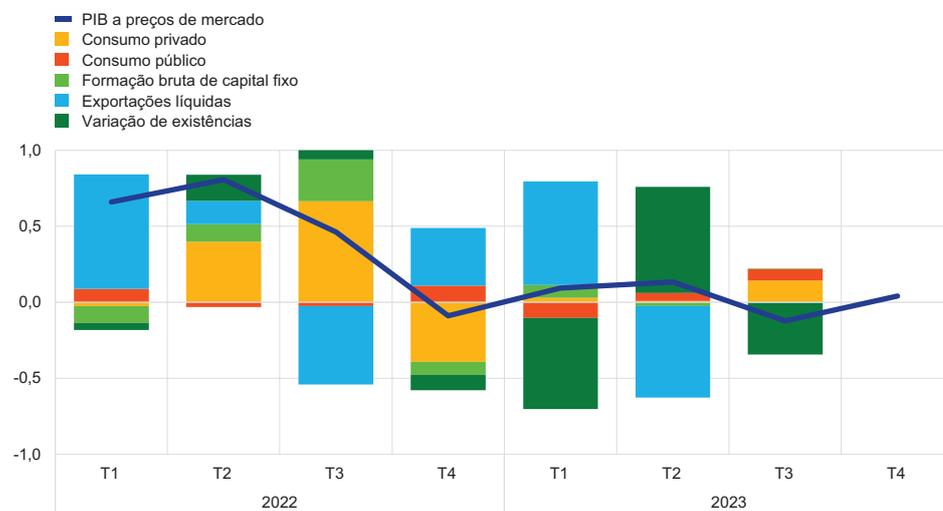
**O produto da área do euro continuou a registar uma estagnação no final de 2023.** De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, o PIB real apresentou um crescimento zero, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2023, em resultado do impacto crescente do comércio mundial fraco e de uma forte transmissão da política monetária (gráfico 4), o que implica que o produto se tem mantido globalmente estável desde o terceiro trimestre de 2022<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> A desagregação do PIB na vertente da despesa para o quarto trimestre de 2023 foi publicada após a data de fecho dos dados incluídos na presente edição do *Boletim Económico*.

## 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 quarto trimestre de 2023 (PIB) e ao terceiro trimestre de 2023 (todas as outras rubricas).

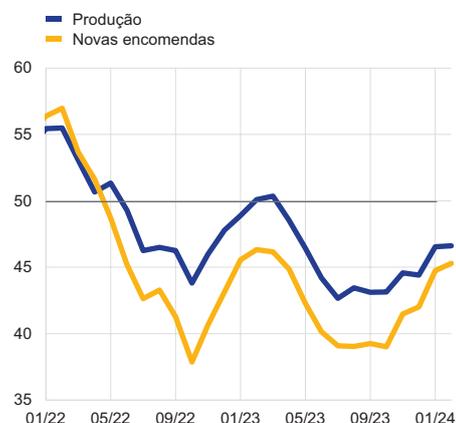
**A atividade deverá permanecer fraca no primeiro trimestre de 2024.** O Índice de Gestores de Compras (IGC) compósito do produto situou-se em 48,6, em média, em janeiro e fevereiro, face a 47,2 no quarto trimestre de 2023. Embora tenha claramente recuperado do nível mínimo mais recente, de 46,5, registado em outubro de 2023, o índice ainda se encontra abaixo do limiar de crescimento de 50. A nível setorial, o IGC relativo ao produto na indústria transformadora permaneceu em níveis contracionistas em fevereiro, embora tenha aumentado de forma constante a partir do verão do ano passado (gráfico 5, painel a). O índice relativo às novas encomendas registou uma melhoria ligeiramente mais forte, provavelmente devido à diminuição do trabalho acumulado. A atividade empresarial no setor dos serviços tinha apresentado uma dinâmica mais estável, tendo permanecido num nível mais elevado, mas ainda comprimido, em meses recentes, antes de recuperar em fevereiro, o que sugere que a descida iniciada no ano passado chegou ao fim (gráfico 5, painel b).

## Gráfico 5

### Indicadores do IGC entre setores da economia

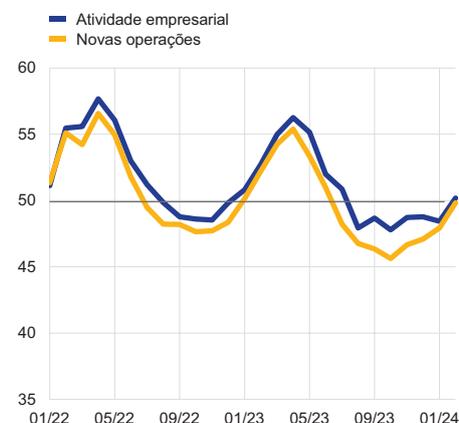
#### a) Indústria transformadora

(índices de difusão)



#### b) Serviços

(índices de difusão)



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2024.

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

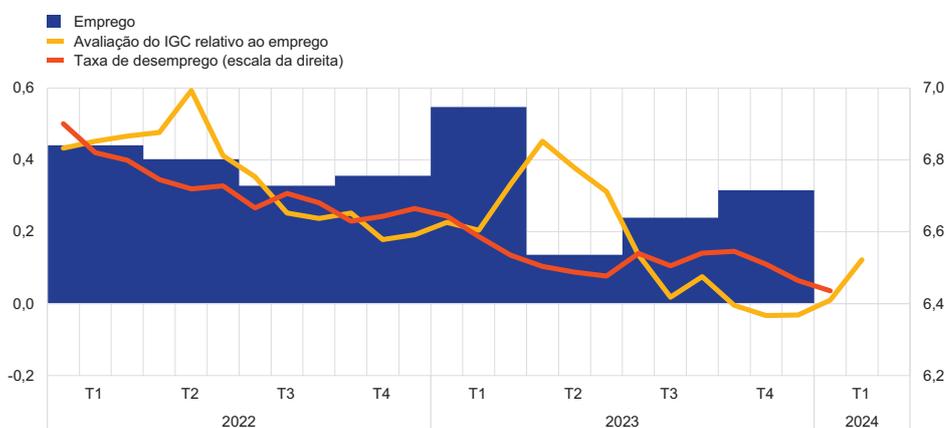
O emprego aumentou 0,3% no quarto trimestre (gráfico 6, painel a), impulsionado sobretudo pela continuação do crescimento da população ativa, a qual também registou uma subida de 0,3% no quarto trimestre de 2023. Em contraste, os dados preliminares sugerem uma descida da média de horas trabalhadas no quarto trimestre de 2023, o que indica a continuação da acumulação de mão de obra (a parte do fator trabalho que não é plenamente utilizada por uma empresa no processo de produção). A taxa de desemprego desceu ligeiramente para 6,4% em janeiro, face a 6,5% em dezembro, atingindo o nível mais baixo desde a introdução do euro. A procura de mão de obra enfraqueceu, mas mantém-se em níveis elevados, com a taxa de postos de trabalho por preencher a cair para 2,7% no quarto trimestre de 2023, ou seja, 0,2 pontos percentuais abaixo do valor registado no trimestre anterior.

## Gráfico 6

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

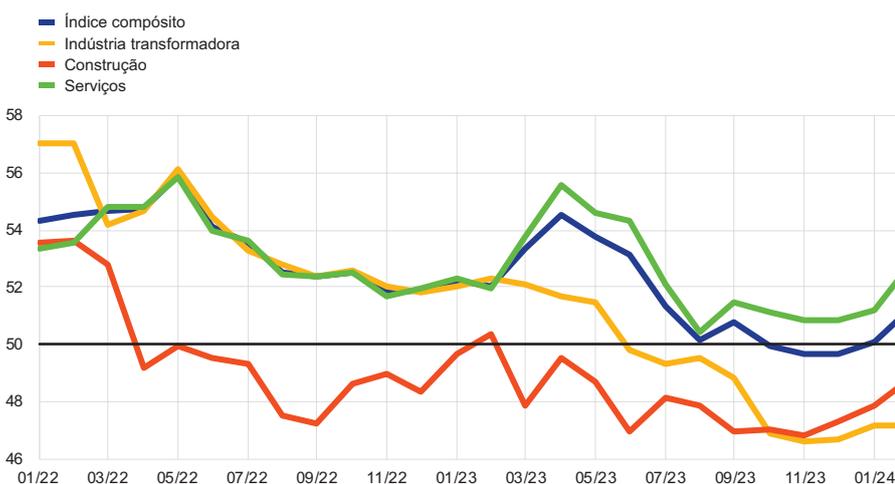
#### a) Emprego, avaliação do IGC relativo ao emprego e taxa de desemprego

(escala da esquerda: taxas de variação trimestrais em cadeia (%); índice de difusão; escala da direita: percentagem 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 quarto trimestre de 2023 para o emprego, a fevereiro de 2024 para a avaliação do IGC relativo ao emprego e a janeiro de 2024 para a taxa de desemprego.

No painel b), as últimas observações referem-se a fevereiro de 2024.

### Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho sugerem a continuação do crescimento do emprego no primeiro trimestre de 2024.

O indicador mensal do IGC composto relativo ao emprego aumentou de 50,1 em janeiro para 51,2 em fevereiro, o que sugere uma nova subida do emprego. Este indicador registou uma descida substancial face ao pico observado em abril de 2023, mas voltou a subir nos últimos dois meses, impulsionado pelo setor dos serviços (gráfico 6, painel b). O indicador do IGC relativo aos serviços aumentou de 51,2 em janeiro para 52,7 em fevereiro. Em contrapartida, o indicador do IGC para a indústria transformadora permaneceu em níveis contracionistas.

**É provável que o consumo privado tenha registado uma estagnação no quarto trimestre de 2023, com os dados que têm vindo a ser disponibilizados a apontar para a continuação de perspetivas fracas no curto prazo.**

A agregação dos dados nacionais disponíveis sobre o consumo privado aponta para uma estagnação no quarto trimestre do ano passado, sendo provável que o consumo de serviços tenha aumentado ligeiramente, compensado pela contração das despesas em bens<sup>5</sup>. Tal reflete-se no atual enfraquecimento dos volumes de vendas a retalho e da venda de automóveis, os quais permaneceram moderados no final do ano e se situaram em janeiro abaixo da sua média do quarto trimestre. Além disso, os dados dos inquéritos que têm vindo a ser disponibilizados continuam a sinalizar um enfraquecimento global das despesas em bens no início do ano. O indicador da Comissão Europeia relativo à confiança dos consumidores recuperou ligeiramente em fevereiro, embora se mantenha um pouco abaixo da sua média de longo prazo. Simultaneamente, os indicadores da Comissão Europeia relativos às expectativas das empresas para o comércio a retalho permaneceram moderados nos primeiros dois meses de 2024, tendo-se observado um abrandamento das vendas esperadas de veículos automóveis em comparação com o quarto trimestre de 2023. As expectativas das empresas em relação aos serviços com uma grande componente de contacto diminuíram em janeiro, mas recuperaram em fevereiro, tendo permanecido em terreno positivo (gráfico 7). O inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores relativo a janeiro indica igualmente a resiliência da procura esperada de reservas de férias. Em termos gerais, a divergência em curso entre o consumo de bens e de serviços é apoiada pela análise do inquérito, que indica que as famílias ajustaram sobretudo o seu consumo de bens para fazer face às pressões inflacionistas nos últimos anos; por seu turno, as despesas em atividades recreativas e viagens continuaram a subir, o que sugere uma alteração de preferências<sup>6</sup>.

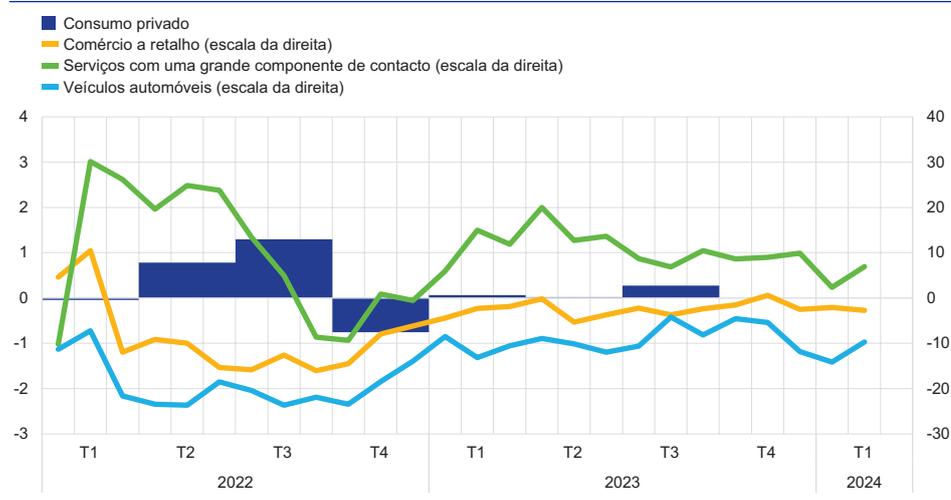
---

<sup>5</sup> A cobertura nacional da desagregação do PIB na vertente da despesa é de cerca de 89%.

<sup>6</sup> Ver a caixa intitulada “Como é que as famílias ajustaram o seu comportamento relativamente a despesas e poupanças para fazer face à inflação elevada” na presente edição do *Boletim Económico*.

## Gráfico 7

### Consumo privado e expectativas das empresas no comércio a retalho, serviços e veículos automóveis



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: As expectativas das empresas no comércio a retalho (excluindo veículos automóveis), a procura esperada de serviços com uma grande componente de contacto e as vendas esperadas de veículos automóveis nos próximos três meses referem-se a saldos líquidos em percentagem. "Serviços com uma grande componente de contacto" refere-se a alojamento, viagens e serviços de restauração. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2023 para o consumo privado e a fevereiro de 2024 para as expectativas das empresas no comércio a retalho, serviços com uma grande componente de contacto e veículos automóveis.

**É provável que o investimento empresarial tenha registado uma contração acentuada no quarto trimestre de 2023, devendo permanecer fraco no curto prazo.** A agregação dos dados nacionais disponíveis sobre o investimento em outros setores exceto construção (excluindo ativos intangíveis irlandeses) aponta para uma queda de 1,6%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2023, enquanto a produção industrial no setor dos bens de investimento da área do euro (excluindo a Irlanda), que fornece bens de investimento a empresas tanto dentro como fora da área do euro, voltou a cair<sup>7</sup>. No contexto de redução considerável de encomendas em atraso, que tinham apoiado o investimento empresarial nos últimos trimestres, é provável que a queda acentuada no quarto trimestre tenha refletido uma fraca atividade face à forte transmissão da política monetária. No que se refere às perspetivas de curto prazo, o IGC para o setor dos bens de investimento evidenciou um abrandamento da descida do produto e das novas encomendas no quarto trimestre do ano (gráfico 8, painel a). No entanto, dados mais prospetivos para o conjunto da economia, tal como refletido no subíndice do Sentix relativo à confiança dos investidores nos próximos seis meses, têm indicado uma retoma desde setembro de 2023, tendo o índice aumentado para uma média trimestral observada pela última vez no início de 2022. Além disso, o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito na área do euro de janeiro de 2024 sinalizou que a procura de empréstimos de mais longo prazo (tipicamente utilizados no investimento em capital fixo) deveria registar uma recuperação para terreno positivo no primeiro trimestre de 2024. Numa análise prospetiva, desembolsos atrasados de fundos ao abrigo do instrumento "NextGenerationEU" deverão também ajudar a atrair o investimento empresarial relacionado com a transição ecológica e digital.

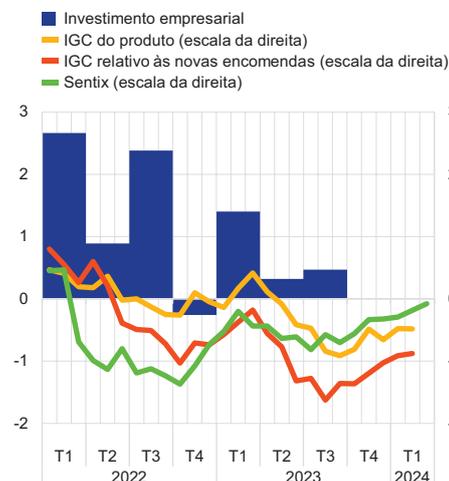
<sup>7</sup> Esta tendência foi globalmente confirmada pelos dados disponíveis após a data de fecho da presente edição do *Boletim Económico*.

## Gráfico 8

### Dinâmica do investimento real e dados de inquéritos

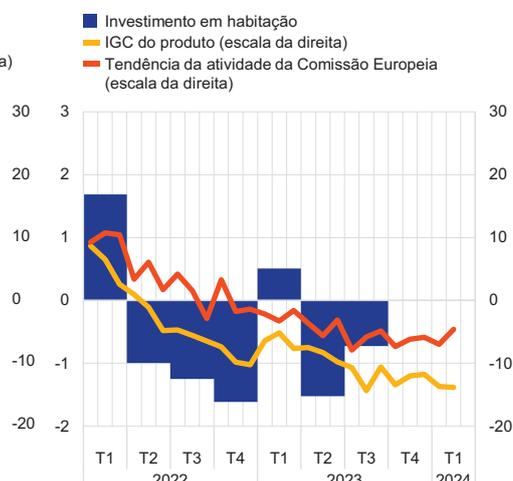
#### a) Investimento empresarial

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%); saldos em percentagem e índices de difusão)



#### b) Investimento em habitação

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%); saldos em percentagem e índice de difusão)



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia, S&P Global Market Intelligence, Sentix 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, exceto o subíndice Sentix com uma antecedência de seis meses, o qual reflete a confiança em geral dos investidores no futuro próximo (a série é dividida em três para efeitos de redimensionamento). As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2023 para o investimento empresarial, a março de 2024 para o índice Sentix e a fevereiro de 2024 para todas as restantes rubricas. No painel b), a linha relativa ao indicador da Comissão Europeia sobre a tendência da atividade refere-se à avaliação por parte do setor de construção de edifícios da tendência da atividade face aos três meses anteriores. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2023 para o investimento em habitação e a fevereiro de 2024 no que respeita a todas as outras rubricas.

### É provável que o investimento em habitação tenha registado uma ligeira queda no quarto trimestre de 2023, devendo continuar a descer no curto prazo.

A agregação dos dados das contas nacionais disponíveis mostra que o investimento em habitação na área do euro caiu 0,4% no quarto trimestre de 2023 em comparação com o terceiro trimestre, enquanto a construção de edifícios na área do euro – um indicador avançado para o investimento em habitação – desceu 0,5%. Os indicadores de curto prazo apontam para uma nova descida do investimento em habitação no primeiro trimestre de 2024, sendo que tanto o IGC relativo à construção de habitação como o indicador da Comissão Europeia relativo à atividade de construção de edifícios permaneceram em níveis contracionistas no início do ano (gráfico 8, painel b). Em termos gerais, a continuação da tendência descendente do investimento em habitação reflete o aumento significativo das taxas de juro do crédito à habitação resultante do aumento da restritividade da política monetária e do seu impacto negativo na capacidade de aquisição de habitação. É provável que o nível persistentemente elevado das taxas de juro mantenha a capacidade de aquisição de habitação em níveis baixos e continue a afetar o dinamismo do investimento em habitação.

### O crescimento das exportações da área do euro permaneceu lento na viragem do ano.

As exportações de bens extra-área do euro caíram, em termos trimestrais em cadeia, em dezembro, dado que a procura mundial modesta continuou a constituir um entrave às exportações. Em particular, a fragilidade da economia chinesa refletiu-se em fracas exportações para a China, tendo existido sinais

de uma retoma das exportações para os Estados Unidos. Simultaneamente, os desafios em termos de competitividade dos preços pesaram sobre as exportações, o que refletiu preços dos produtos energéticos elevados – embora em queda – e a anterior apreciação do euro. Além disso, as importações da área do euro permaneceram moderadas em dezembro em resultado da atividade lenta na área do euro. Dado que as importações continuam a diminuir a um ritmo mais rápido do que as exportações, o contributo das exportações líquidas para o PIB permaneceu positivo no quarto trimestre. Em termos prospetivos, as exportações deverão começar a recuperar à medida que a procura mundial recupera e as pressões externas sobre a competitividade dos preços abrandam. Porém, no curto prazo, os indicadores baseados em inquéritos apontam para a continuação do enfraquecimento 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.

**Espera-se que o crescimento da área do euro inicie uma recuperação cíclica no decurso do ano.** Se não se registarem novos choques, esta recuperação deverá inicialmente resultar do apoio dado ao consumo privado pelo aumento do rendimento disponível real, num contexto de queda da inflação e crescimento robusto dos salários. No médio prazo, a recuperação será também apoiada pelo investimento, o que reflete, em parte, o desvanecimento gradual do impacto do aumento da restritividade da política monetária do BCE.

**As projeções de março de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE indicam que o crescimento do PIB real anual se situará em 0,6% em 2024, recuperando depois para 1,5% em 2025 e 1,6% em 2026.** Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em baixa relativamente a 2024, permanecendo globalmente inalteradas para 2025 e 2026<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2024](#).

### 3 Preços e custos

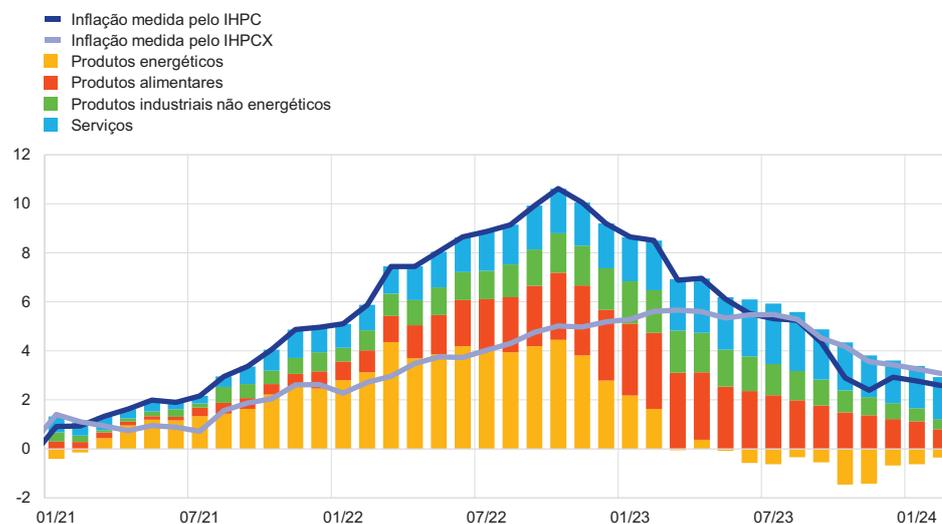
*A inflação global da área do euro desceu para 2,6% em fevereiro de 2024, face a 2,8% em janeiro. A maioria das medidas da inflação subjacente registou nova descida em janeiro e a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares também desceu em fevereiro. Não obstante, as pressões internas sobre os preços ainda são elevadas, devido, em parte, ao crescimento robusto dos salários e à queda da produtividade do trabalho. As medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo permaneceram globalmente estáveis em fevereiro, situando-se, na maioria, em torno de 2%. As projeções macroeconómicas de março de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE preveem que a inflação global diminua gradualmente, situando-se, em média, em 2,3% em 2024, 2,0% em 2025 e 1,9% em 2026.*

**De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação global, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), desceu para 2,6% em fevereiro, face a 2,8% em janeiro (gráfico 9).** Esta descida deveu-se a taxas de inflação mais baixas em todas as principais componentes, à exceção da inflação dos preços dos produtos energéticos, que passou a ser menos negativa em fevereiro (-3,7%, em comparação com -6,1% em janeiro). A inflação dos preços dos produtos alimentares continuou a abrandar, diminuindo de 5,6% em janeiro para 4,0% em fevereiro. Esta diminuição refletiu uma taxa de variação homóloga mais baixa dos preços dos produtos alimentares transformados e não transformados, que foi particularmente pronunciada no caso destes últimos, devido a um efeito de base negativo decorrente da evolução em 2023. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) diminuiu novamente, situando-se em 3,1% em fevereiro, face a 3,3% em janeiro, devido a uma descida quer da inflação dos produtos industriais não energéticos (1,6% em fevereiro, face a 2,0% em janeiro), quer da inflação dos serviços (3,9% em fevereiro, face a 4,0% em janeiro). A descida das taxas de crescimento dos produtos alimentares transformados e dos produtos industriais não energéticos reflete a continuação do abrandamento das pressões acumuladas sobre os preços, enquanto a inflação mais persistente dos serviços está relacionada com o papel mais forte dos custos do trabalho em algumas das suas rubricas, entre outros fatores.

## 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 fevereiro de 2024 (estimativas provisórias).

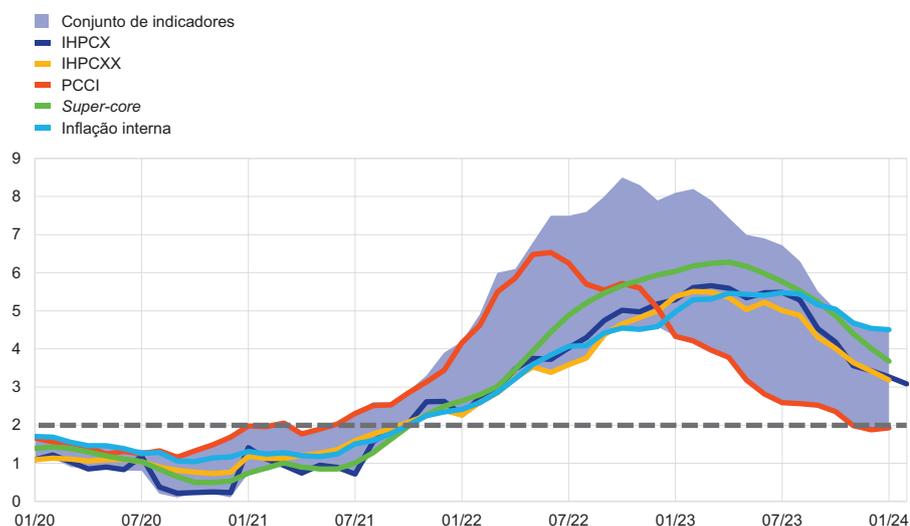
**A maioria dos indicadores da inflação subjacente continuou a descer, de acordo com os dados disponíveis mais recentes, refletindo o desvanecimento dos efeitos de choques anteriores sobre os custos energéticos e as perturbações nas cadeias de abastecimento, bem como uma procura mais fraca num contexto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

Os valores dos indicadores situaram-se num intervalo entre 1,9% e 4,5% em janeiro, com a componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) na base do intervalo e o indicador de inflação interna no topo. A inflação medida pelo IHPCXX (que se refere à inflação medida pelo IHPCX excluindo rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado) diminuiu de 3,4% em dezembro para 3,2% em janeiro. O indicador *super-core*, que inclui rubricas do IHPC sensíveis ao ciclo económico, desceu de 4,0% em dezembro para 3,7% em janeiro, enquanto a medida da PCCI baseada em modelos permaneceu inalterada em 1,9% no mesmo período. O indicador para a inflação interna (excluindo rubricas com um elevado conteúdo importado) tem sido a medida mais elevada e persistente, situando-se em 4,5% em dezembro de 2023 e janeiro de 2024, refletindo a importância relativa das pressões salariais.

## 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, o indicador *super-core* 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 fevereiro de 2024 (estimativas provisórias) para o IHPCX e a janeiro de 2024 para os restantes indicadores.

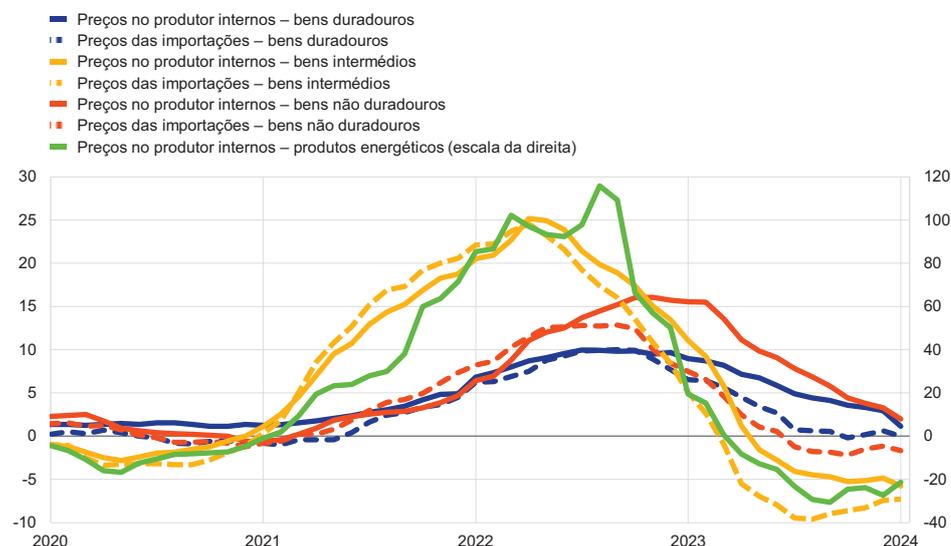
#### As pressões acumuladas continuaram a atenuar-se, à medida que os efeitos cumulativos de anteriores choques sobre os preços se continuavam a desvanecer (gráfico 11).

Nas fases iniciais da cadeia de preços, a inflação dos preços no produtor dos produtos energéticos, que tem sido negativa desde março de 2023, situou-se em -21,3% em janeiro, face a -27,3% em dezembro. A taxa de crescimento homóloga dos preços no produtor das vendas internas de bens intermédios também permaneceu negativa (-5,8% em janeiro, em comparação com -4,8% em dezembro). O mesmo se aplica à inflação dos preços das importações de bens intermédios (-7,3% em janeiro, após -7,4% em dezembro). Paralelamente, nas fases mais avançadas da cadeia de preços, a inflação dos preços no produtor internos dos bens de consumo duradouros caiu para 1,1% em janeiro, face a 2,9% em dezembro, e a taxa de crescimento homólogo correspondente dos preços das importações foi zero em janeiro, face a 0,6% em dezembro. Tal confirma o atual abrandamento gradual das pressões acumuladas sobre os preços. Observou-se também um novo abrandamento da inflação dos preços no produtor dos bens não duradouros, com uma nova descida em janeiro, para 2,0%, o nível mais baixo desde maio de 2021. A taxa de crescimento homóloga dos preços das importações de bens não duradouros manteve-se negativa (-1,7% em janeiro, em comparação com -1,2% em dezembro). Os bens de consumo não duradouros incluem produtos alimentares, que registaram inicialmente uma descida mais célere das suas taxas de variação homólogas dos preços no produtor do que a dos bens não alimentares. No entanto, mais recentemente registaram uma convergência em relação aos bens não alimentares em termos de ritmo do desvanecimento.

## Gráfico 11

### Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a janeiro de 2024.

**Os dados disponíveis mais recentes à data da análise sugerem que as pressões internas sobre os custos, medidas pelo crescimento do deflator do PIB, começaram a abrandar.** A taxa de crescimento homóloga do deflator do PIB diminuiu para 5,9% no terceiro trimestre de 2023, face a 6,1% no trimestre anterior, devido a um menor contributo dos lucros unitários (gráfico 12). Os dados mais recentes corroboraram, assim, o esperado amortecimento em relação às pressões mais fortes dos custos do trabalho. 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, ocultando o facto de o crescimento dos salários, medido pela remuneração por empregado ou por hora, ter diminuído. A informação disponível para um grande número de países apontava para um novo abrandamento do crescimento salarial na área do euro e alguma moderação do crescimento dos custos unitários do trabalho no quarto trimestre de 2023<sup>9</sup>. O crescimento dos salários negociados diminuiu para 4,5% no quarto trimestre de 2023, face a 4,7% no trimestre anterior, confirmando o abrandamento das pressões salariais na parte final do ano. Os dados relativos aos acordos salariais mais recentes apontam para uma atenuação gradual em curso das pressões salariais, embora permaneçam em níveis relativamente elevados no futuro próximo<sup>10</sup>.

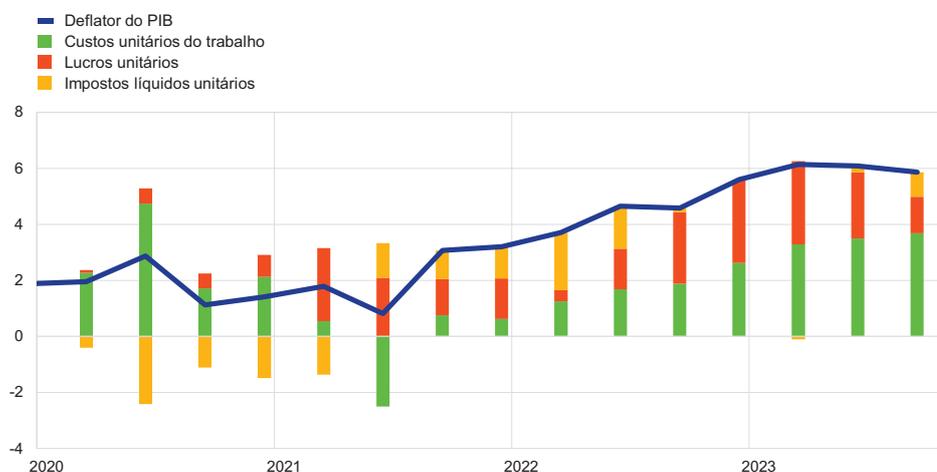
<sup>9</sup> A data de fecho dos dados incluídos na presente edição do *Boletim Económico* foi 6 de março de 2024. Os dados das contas nacionais divulgados em 8 de março de 2024 revelam um crescimento homólogo mais fraco da remuneração por empregado no quarto trimestre de 2023 (4,6%, após 5,1% no terceiro trimestre) e dos custos unitários do trabalho (5,8%, após 6,5% no terceiro trimestre). A taxa de crescimento homóloga do deflator do PIB desceu para 5,3% no último trimestre de 2023, face a 5,9% no terceiro trimestre, e incluiu também uma diminuição do crescimento dos lucros unitários para 2,8%, face a 4,7%.

<sup>10</sup> Ver Górnicka e Koester (editores), *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area*, *Série de Documentos Ocasionais*, n.º 338, BC, fevereiro de 2024.

## 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 contribuiu positivamente para variações nos custos unitários do trabalho e a produtividade do trabalho contribuiu negativamente.

**Os indicadores baseados em inquéritos das expectativas de inflação a mais longo prazo e as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação também permaneceram globalmente inalterados, mantendo-se, na sua maioria, em torno de 2% (gráfico 13).** Tanto no Inquérito a Analistas Profissionais

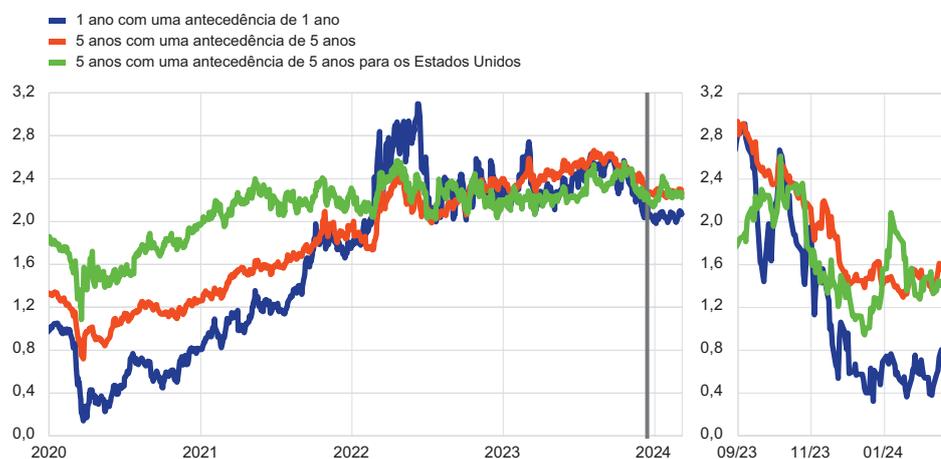
conduzido pelo BCE para o primeiro trimestre de 2024 como no inquérito do BCE a analistas monetários de março de 2024, as expectativas médias de inflação a mais longo prazo (para 2028) situaram-se em 2,0%. As medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação (com base no IHPC excluindo o tabaco) apresentaram-se estáveis nos prazos mais longos da curva, com a taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos a situar-se em torno de 2,3%, abaixo do valor máximo plurianual alcançado no início de agosto de 2023. No entanto, é de salientar que estas medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação não são um indicador direto das verdadeiras expectativas de inflação dos participantes no mercado, dado que estas medidas incluem prémios de risco de inflação. As estimativas baseadas em modelos das verdadeiras expectativas de inflação, excluindo prémios de risco de inflação, indicam que os participantes no mercado esperam uma inflação de cerca de 2% a mais longo prazo. As medidas baseadas no mercado dos resultados da inflação da área do euro no curto prazo sugerem que os investidores esperam que a inflação registre uma nova descida em 2024, situando-se, em média, em 2% no segundo semestre do ano. A taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a 1 ano com uma antecedência de 1 ano manteve-se globalmente inalterada durante o período em análise, situando-se em 2,1%. Do lado dos consumidores, o inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores de janeiro de 2024 mostrou que as expectativas medianas para a inflação global durante o próximo ano se situam em 3,3%, o que compara com 3,2% em dezembro, enquanto as expectativas para a inflação com uma antecedência de 3 anos se mantiveram em 2,5%.

### Gráfico 13

#### Medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação e expectativas de inflação dos consumidores

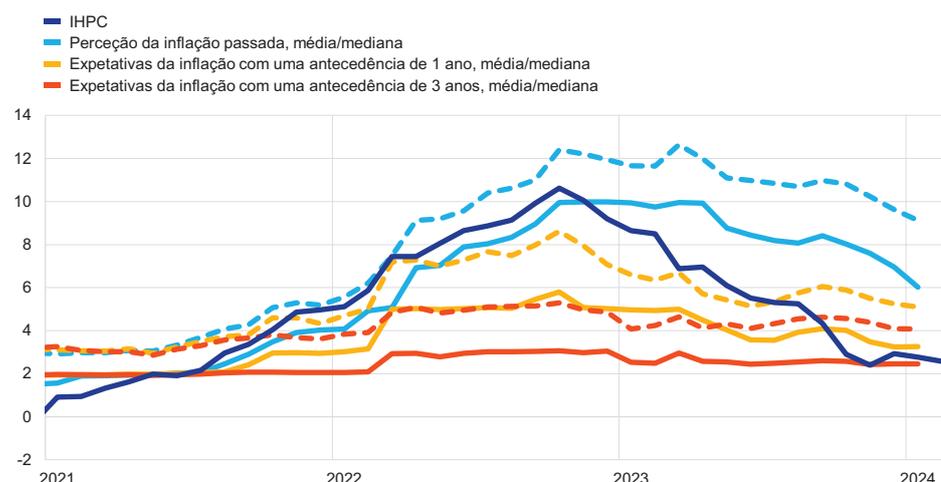
##### a) Medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação

(taxas de variação homólogas (%))



##### b) Inflação global e inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, inquérito sobre as expectativas dos consumidores e cálculos do BCE.

Notas: O painel a) 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 cinzento denota o início do período em análise em 14 de dezembro de 2023. Relativamente ao painel b), as linhas a tracejado representam a média e as linhas contínuas representam a mediana. As últimas observações referem-se a 6 de março de 2024 para as taxas a prazo, a fevereiro de 2024 (estimativas provisórias) para o IHPC e a janeiro de 2024 para os restantes indicadores.

**As projeções macroeconómicas de março de 2024 elaboradas por especialistas do BCE indicam que a inflação global deverá registar nova moderação, passando de 2,3% em 2024 para 2,0% em 2025 e 1,9% em 2026 (gráfico 14)<sup>11</sup>.** Esta moderação reflete a continuação do desvanecimento das pressões acumuladas, bem como o impacto da maior restritividade da política monetária. Espera-se que o crescimento dos salários se mantenha elevado, impulsionado pela inflação elevada e pela restritividade dos mercados de trabalho. No entanto, projeta-se que o crescimento dos salários nominais diminua

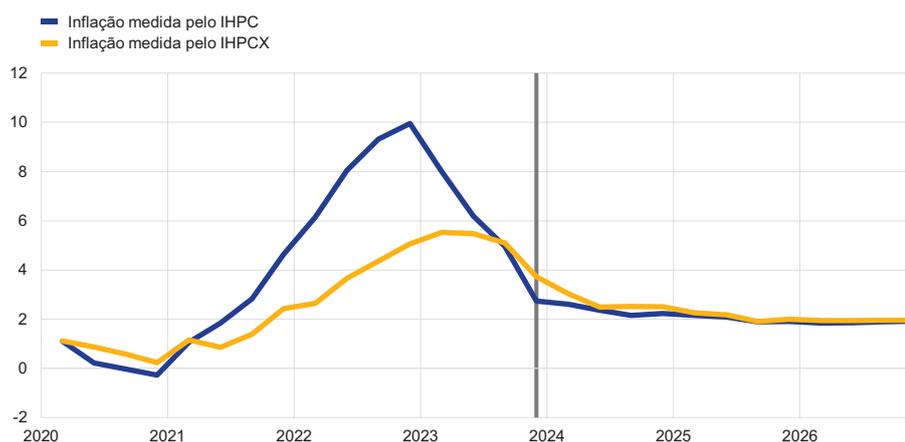
<sup>11</sup> Para mais pormenores, ver [Projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE – março de 2024](#).

gradualmente, mas permaneça elevado, permitindo uma recuperação dos salários reais, até 2025, para os níveis prevalentes antes do aumento acentuado da inflação. Em comparação com as projeções de dezembro de 2023, as projeções para a inflação global foram revistas em baixa no tocante a 2024 e 2025, em 0,4 e 0,1 pontos percentuais, respetivamente, sobretudo em resultado dos efeitos diretos e indiretos de pressupostos mais reduzidos para os preços das matérias-primas energéticas e de pressões mais baixas sobre os custos do trabalho. As projeções para a inflação global em 2026 permanecem inalteradas. A inflação medida pelo IHPCX deverá continuar a diminuir nos próximos anos e situar-se, em média, em 2,6% em 2024, 2,1% em 2025 e 2,0% em 2026. Em comparação com as projeções de dezembro de 2023, a inflação medida pelo IHPCX foi revista em baixa para o conjunto do horizonte de projeção. Em especial, foi revista em baixa em 0,1 pontos percentuais para 2024, 0,2 pontos percentuais para 2025 e 0,1 pontos percentuais para 2026.

#### 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 BCE – março de 2024](#).

Notas: A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2023 (dados) e ao quarto trimestre de 2026 (projeções). As projeções macroeconómicas de março de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE foram finalizadas em 21 de fevereiro e a data de fecho para os pressupostos técnicos foi 9 de fevereiro de 2024. Tanto os dados históricos como os observados para a inflação medida pelo IHPC e pelo IHPCX são de periodicidade trimestral.

*Durante o período em análise, de 14 de dezembro de 2023 a 6 de março de 2024, a ênfase nos mercados financeiros da área do euro manteve-se no momento e na extensão dos futuros cortes das taxas de política monetária. As taxas isentas de risco de curto prazo deslocaram-se em sentido ascendente, à medida que os participantes no mercado reviam as suas expectativas no sentido de existirem menos cortes e mais tardios das taxas diretoras do BCE em 2024. Em concreto, no final do período em análise, a curva a prazo da taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) incorporava quase totalmente um corte inicial da taxa de 25 pontos base no segundo trimestre de 2024 e de 100 pontos base de cortes cumulativos no decurso de 2024. As taxas de mais longo prazo isentas de risco começaram por diminuir após a reunião de dezembro, situação que se inverteu posteriormente, o que esteve igualmente em consonância com uma reavaliação mais forte da curva dos Estados Unidos, tendo em conta a surpresa em sentido ascendente do crescimento e dos anúncios de inflação nos Estados Unidos. As taxas de rentabilidade das obrigações soberanas registaram uma evolução basicamente em paralelo com as taxas isentas de risco, com a dispersão dos diferenciais das obrigações soberanas em relação à taxa dos swaps indexados pelo prazo overnight (OIS) a diminuir e os maiores volumes de emissão de obrigações a serem bem absorvidos pelos investidores. Os preços das ações da área do euro aumentaram ligeiramente, mas com um desempenho aquém dos seus pares dos Estados Unidos, tendo sido afetados negativamente por novas revisões em baixa das expectativas de lucros da área do euro. Por fim, nos mercados cambiais, o euro registou uma ligeira apreciação em termos ponderados pelo comércio, tendo, no entanto, registado uma pequena depreciação face ao dólar dos Estados Unidos.*

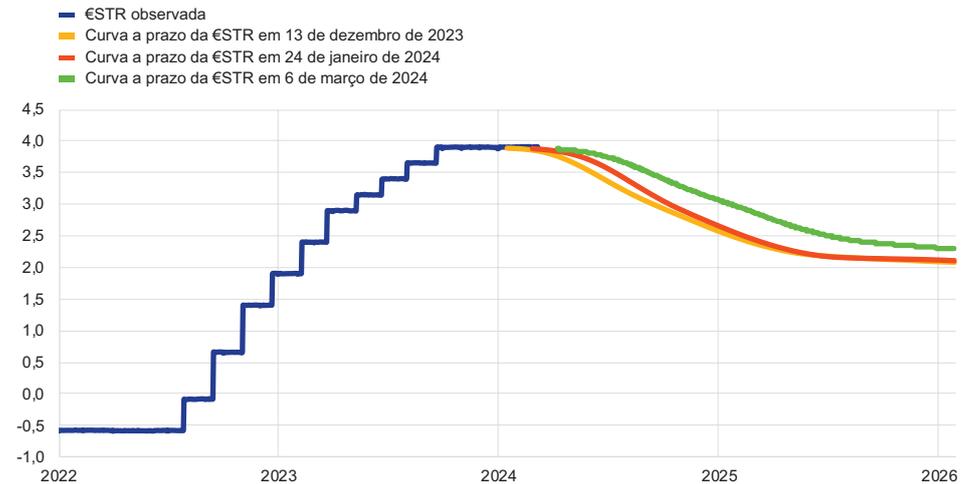
**A curva a prazo dos swaps indexados pelo prazo overnight deslocou-se em sentido ascendente desde a reunião do Conselho do BCE de dezembro, com os participantes no mercado a reverem para mais tarde, no segundo trimestre de 2024, o momento previsto para o primeiro corte das taxas (gráfico 15).** A taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) manteve-se estável em 3,9% no período em análise, refletindo a taxa de juro da facilidade permanente de depósito inalterada, que o Conselho do BCE tem mantido em 4% desde a reunião de política monetária de setembro de 2023. A liquidez excedentária diminuiu cerca de 83 mil milhões de euros, situando-se em 3500 mil milhões de euros. Esta diminuição é reflexo, sobretudo, do reembolso da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) e da 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 nesta carteira. 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 têm vindo a aumentar desde a reunião de dezembro. Este movimento indica que os participantes no mercado esperam que o primeiro corte da taxa diretora ocorra ligeiramente mais tarde do que o anteriormente previsto e que, até ao final do ano, se registem menos cortes nas taxas do que o anteriormente previsto. Em concreto, no final do período em

análise, a curva a prazo incorporava quase totalmente um corte inicial da taxa de 25 pontos base do segundo trimestre de 2024 e de 100 pontos base de cortes cumulativos no decurso de 2024.

### Gráfico 15

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

(percentagens por ano)



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

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

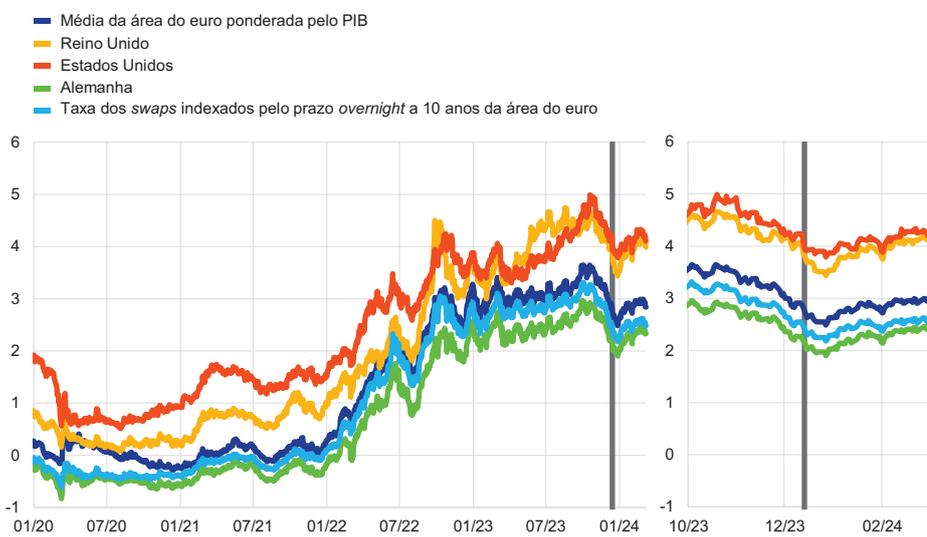
#### As taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro aumentaram devido a uma reavaliação ainda mais forte da curva da taxa de juro dos Estados Unidos à medida que a economia americana se mantinha resiliente (gráfico 16).

No início do período em análise, as taxas de longo prazo isentas de risco diminuíram substancialmente: no final de dezembro, a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos do euro situava-se cerca de 20 pontos base abaixo do nível registado no início do período em análise. Posteriormente, o movimento das taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro mais do que inverteu, globalmente em linha com os movimentos mais fortes das taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos, refletindo em parte notícias macroeconómicas dos Estados Unidos mais fortes do que o previsto e uma reavaliação da política monetária em ambos os lados do Atlântico. A taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos do euro situou-se, em última análise, em torno de 2,5%, ou seja, cerca de 10 pontos base acima do seu nível no início do período em análise. As taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos a 10 anos aumentaram cerca de 19 pontos base, situando-se em 4,1%, enquanto as taxas equivalentes no Reino Unido aumentaram cerca de 21 pontos base para cerca de 4%.

## 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: LSEG e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 14 de dezembro de 2023. As últimas observações referem-se a 6 de março de 2024.

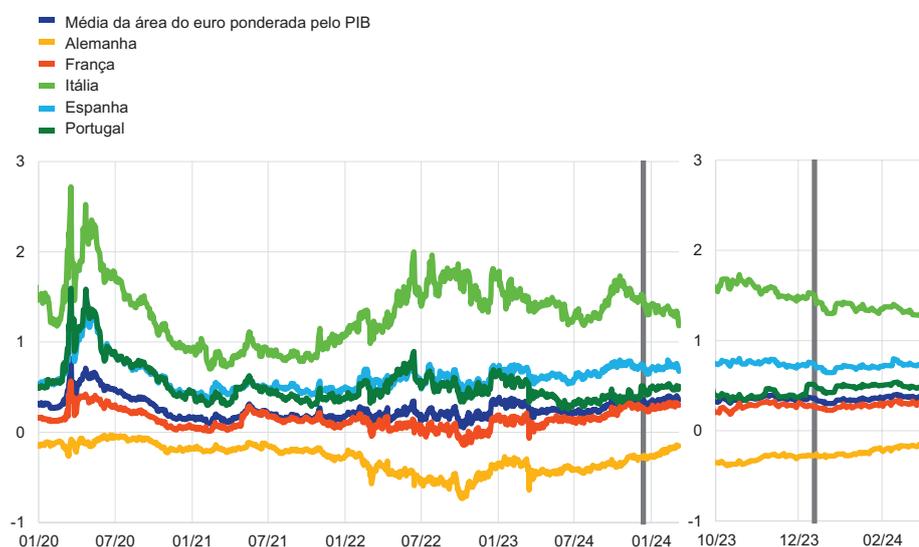
#### **As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro seguiram uma trajetória paralela à das taxas isentas de risco, deixando os diferenciais das obrigações soberanas praticamente inalterados (gráfico 17).**

No final do período em análise, a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro a 10 anos ponderada pelo PIB situava-se cerca de 11 pontos base acima, em redor de 2,8%, conduzindo apenas a um ligeiro aumento do seu diferencial em relação à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR. Os diferenciais das obrigações soberanas diminuíram nos vários países, à medida que alguns dos emitentes soberanos com maior rendibilidade registavam uma diminuição dos diferenciais e a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas da Alemanha reduzia o seu desvio negativo em relação aos *swaps* indexados pelo prazo *overnight*. O período em análise foi marcado pela resiliência do mercado de obrigações soberanas, com os maiores volumes de emissão de obrigações a serem bem absorvidos pelos investidores privados.

## 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 de empresas de elevada rentabilidade diminuíram significativamente num contexto de sentimento de risco favorável.

No período em análise, os diferenciais das obrigações de empresas de elevada rentabilidade diminuíram significativamente, cerca de 37 pontos base, especialmente após a viragem do ano. A descida foi mais forte nas sociedades financeiras do que nas sociedades não financeiras (SNF). Em contrapartida, os diferenciais das obrigações de empresas com grau de qualidade de investimento oscilaram apenas moderadamente, mantendo-se globalmente inalterados. Numa perspetiva a mais longo prazo, os atuais níveis dos diferenciais das obrigações de empresas permanecem baixos quando comparados com padrões históricos, em particular no que respeita às obrigações de elevada rentabilidade, situando-se cerca de 50 pontos base abaixo dos níveis registados em dezembro de 2021, após terem aumentado para cerca de 250 pontos base acima desses níveis no decurso de 2022. Os diferenciais mais baixos contribuíram para conter o aumento do custo da dívida baseada no mercado numa altura de aumentos consideráveis e rápidos das taxas isentas de risco.

### Os preços das ações da área do euro fortaleceram-se, apoiados pelo sentimento do mercado, não obstante novas reduções nas expectativas de lucros e taxas de desconto ligeiramente mais elevadas (gráfico 18).

No período em análise, o índice alargado do mercado bolsista na área do euro aumentou, embora menos do que o seu congénere dos Estados Unidos. Os dois índices registaram um aumento de cerca de 6% e 8%, respetivamente, esperando-se que os lucros nominais na área do euro cresçam significativamente menos do que nos Estados Unidos no decurso de 2024. O desempenho mais fraco na área do euro, não só no período em análise, mas também desde o mínimo registado no final de

outubro, foi relativamente abrangente, com a capitalização de mercado e os índices de ponderação equivalente a subirem menos do que nos Estados Unidos. Enquanto os preços das ações das sociedades financeiras cresceram a taxas semelhantes em ambos os lados do Atlântico, o setor não financeiro da área do euro teve um desempenho aquém da sua contraparte dos Estados Unidos. Os preços das ações da área do euro foram apoiados por prémios de risco das ações mais baixos, que mais do que compensaram uma revisão em baixa das previsões de lucros e taxas de desconto mais elevadas.

### Gráfico 18

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

(índice: 1 de janeiro de 2020 = 100)



Fontes: LSEG e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 14 de dezembro de 2023. As últimas observações referem-se a 6 de março de 2024.

#### Nos mercados cambiais, o euro registou uma ligeira apreciação em termos ponderados pelo comércio, tendo, no entanto, registado uma pequena depreciação face ao dólar dos Estados Unidos (gráfico 19).

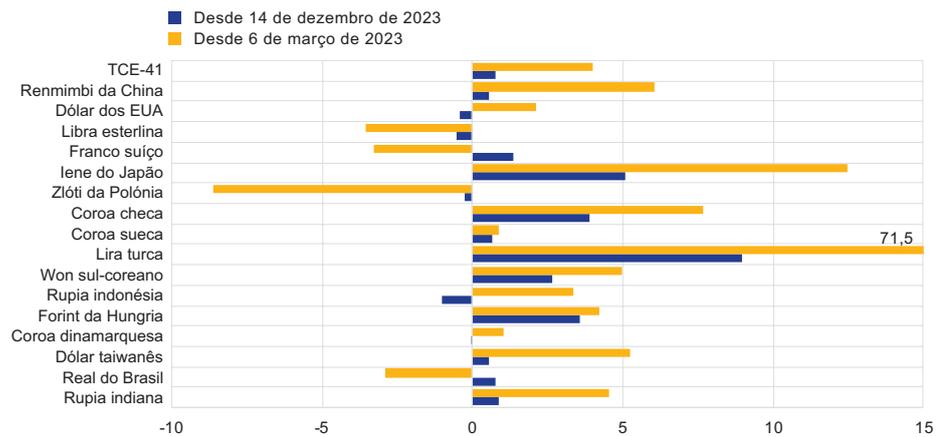
No período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 41 dos principais parceiros comerciais da área do euro, registou uma apreciação de 0,8%. A ligeira apreciação do euro reflete ganhos face às moedas de várias economias avançadas (por exemplo, 5% face ao iene japonês), de economias emergentes e de Estados-Membros da União Europeia não pertencentes à área do euro. Em contrapartida, o euro registou uma ligeira depreciação face ao dólar dos EUA (0,4%) num contexto de flutuações entre períodos, refletindo sobretudo alterações nas expectativas dos participantes no mercado quanto à robustez económica relativa e às taxas diretoras. Entre meados de dezembro e a viragem do ano, o euro registou uma apreciação face ao dólar dos Estados Unidos, uma vez que os participantes no mercado interpretaram a reunião de dezembro do Comité de Operações de Mercado Aberto (*Federal Open Market Committee – FOMC*) como um ponto de viragem para uma menor restritividade, enquanto uma mais forte apetência pelo risco pesou sobre o dólar dos Estados Unidos. Desde o início de 2024, o euro registou uma depreciação face ao dólar dos Estados Unidos, refletindo a resiliência económica mais forte dos Estados Unidos em comparação com a área do euro, e

os participantes no mercado reduziram as expectativas de cortes iminentes nas taxas dos Estados Unidos na sequência de uma comunicação mais cautelosa do Sistema de Reserva Federal na reunião de janeiro do FOMC. Esta interpretação foi ainda reforçada por dados sólidos relativos ao mercado de trabalho dos Estados Unidos e por um valor do índice de preços no consumidor nos EUA superior ao previsto em fevereiro.

### Gráfico 19

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

(variações em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-41 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 41 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Uma variação positiva (negativa) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevaletentes em 6 de março de 2024.

## 5 Condições de financiamento e evolução do crédito

*Após uma descida no quarto trimestre de 2023, os custos compósitos de financiamento bancário aumentaram novamente em janeiro de 2024, permanecendo num nível elevado face aos padrões históricos. No período em análise, de 14 de dezembro de 2023 a 6 de março de 2024, o custo da dívida baseada no mercado aumentou ligeiramente para as sociedades não financeiras (SNF), ao passo que o custo das ações registou uma descida marginal. As taxas ativas bancárias aplicadas às empresas mantiveram-se globalmente inalteradas, enquanto as taxas aplicadas às famílias para aquisição de habitação diminuíram ligeiramente. A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo (M3) manteve-se próximo de zero, impulsionada pelos elevados custos de oportunidade, pela estagnação da concessão de crédito e pela redução do balanço do Eurosistema.*

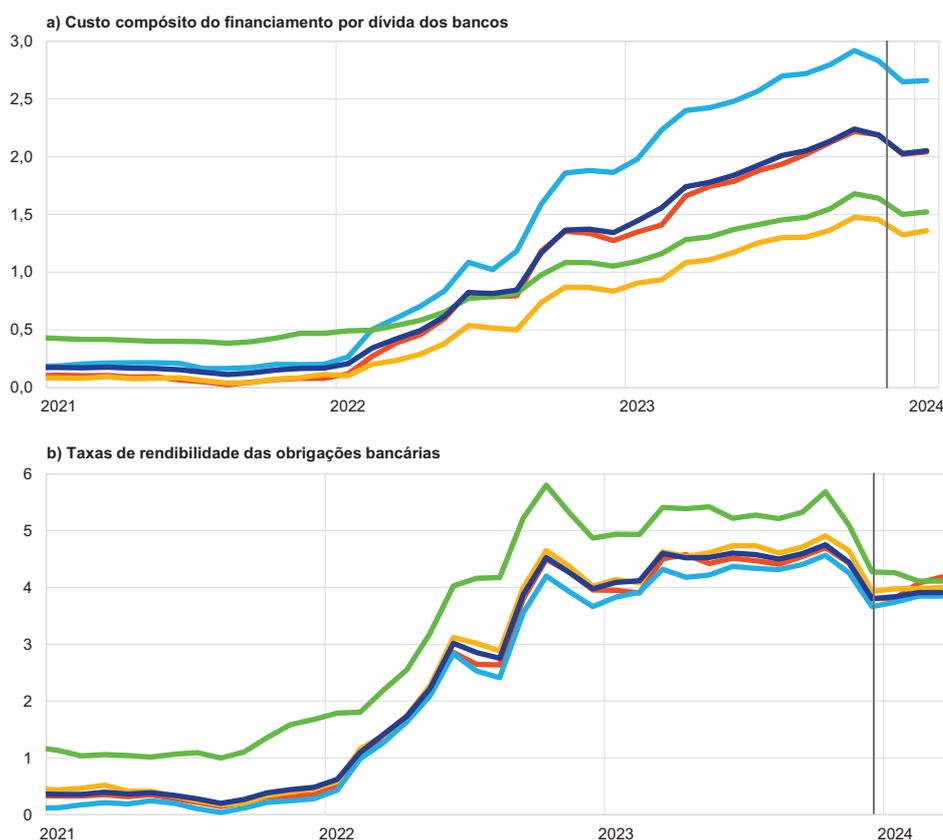
**Os custos de financiamento dos bancos da área do euro mantiveram-se em níveis elevados face aos padrões históricos, apesar da descida das taxas de rendibilidade das obrigações.** Em janeiro de 2024, o custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro voltou a subir ligeiramente, num contexto de heterogeneidade considerável entre países, após uma descida face ao máximo atingido em outubro de 2023 (gráfico 20, painel a). Tendo descido substancialmente no quarto trimestre de 2023, as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias recuperaram no primeiro trimestre de 2024 (gráfico 20, painel b), refletindo variações semelhantes da curva isenta de risco (ver a secção 4). Em janeiro de 2024, as taxas dos depósitos (agregadas), que representam a maior parte dos custos compósitos do financiamento bancário, voltaram a aumentar, num contexto de variação entre instrumentos e setores. Embora as taxas dos depósitos *overnight* tenham registado uma subida modesta, as taxas dos depósitos a prazo caíram em janeiro, dando origem a uma ligeira diminuição do elevado diferencial entre os depósitos a prazo e os depósitos *overnight*. A intensificação da concorrência entre os bancos no que respeita aos depósitos de clientes levou a um aumento dos custos de financiamento por depósitos para os bancos. Para os mutuantes de retalho, que são extremamente dependentes do financiamento por depósitos, os custos continuaram a aumentar devido à pressão em sentido ascendente sustentada decorrente da fragilidade dos volumes agregados de depósitos. Em contrapartida, os bancos que dependem de financiamento por grosso beneficiaram mais da descida das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias no quarto trimestre de 2023, embora tenham também registado um aumento maior e mais rápido dos custos de financiamento por depósitos nas fases iniciais do ciclo de maior restritividade. De um modo geral, a composição dos passivos bancários continuou a mudar no sentido de fontes de financiamento mais dispendiosas. Além disso, a liquidez foi retirada mecanicamente do sistema financeiro, dado que o balanço do Eurosistema continuou a normalizar-se.

## Gráfico 20

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

(percentagens homólogas)

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



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 rentabilidade das obrigações bancárias são médias mensais de obrigações de tranches prioritárias. A linha vertical a cinzento nos painéis a) e b) indica a situação a 31 de outubro de 2023. As últimas observações referem-se a janeiro de 2024 para o custo compósito do financiamento por dívida dos bancos e a 6 de março de 2024 para as taxas de rentabilidade das obrigações bancárias.

### Em janeiro de 2024, as taxas ativas bancárias aplicadas às empresas permaneceram globalmente inalteradas, ao passo que as taxas ativas bancárias aplicadas às famílias para aquisição de habitação diminuíram.

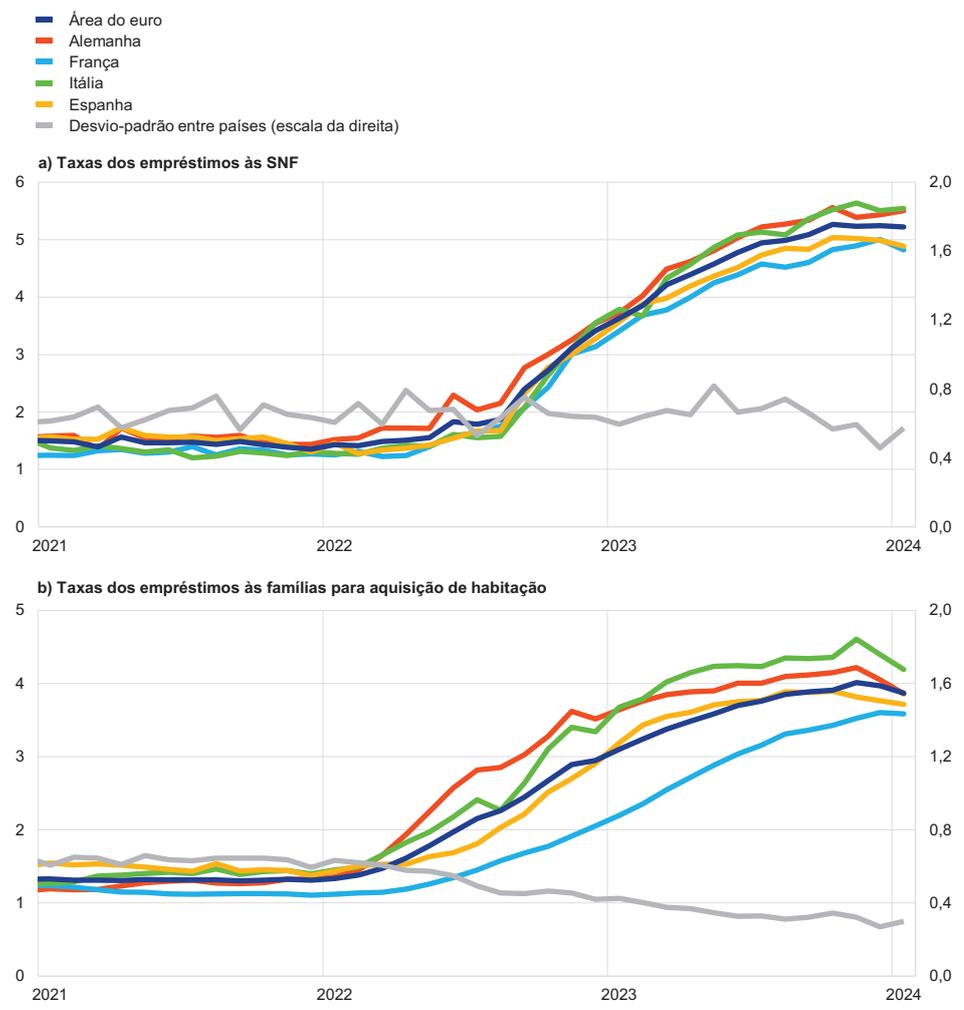
As taxas ativas bancárias aplicadas tanto às empresas como às famílias nos países da área do euro começaram a aumentar acentuadamente no início de 2022 e têm mostrado sinais de estabilização nestes níveis elevados desde novembro de 2023 (gráfico 21). Em janeiro de 2024, as taxas ativas aplicadas às empresas situaram-se em 5,22%, o que compara com 5,25% em dezembro de 2023, enquanto as taxas dos novos empréstimos às famílias para aquisição de habitação registaram uma descida modesta, caindo para 3,87% em janeiro, face a 3,97% em dezembro. Esta descida foi generalizada aos países da área do euro de maior dimensão e foi mais pronunciada nos empréstimos com períodos de fixação de taxa de juro de médio e mais longo prazo. As variações na dimensão da descida contribuíram para reduzir a

dispersão das taxas ativas dos empréstimos. Ao mesmo tempo, as taxas bancárias aplicáveis a novos empréstimos às famílias para consumo e descobertos bancários e o crédito ao consumo continuaram a aumentar em janeiro. A dispersão entre países das taxas ativas dos empréstimos às empresas e às famílias manteve-se em níveis baixos (gráfico 21), sugerindo uma transmissão regular da política monetária nos países da área do euro. Uma vez que as taxas ativas bancárias mais elevadas continuam a repercutir-se nos saldos em dívida de empréstimos para aquisição de habitação e à medida que os custos com o serviço da dívida aumentam, uma proporção crescente das famílias, em particular nos quintis de rendimento mais baixos, indicou no [inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores](#), em janeiro de 2024, que espera enfrentar dificuldades para cumprir os seus pagamentos de hipotecas nos próximos três meses.

### Gráfico 21

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

(percentagens homólogas; desvio-padrão)



Fontes: BCE e cálculos do BCE.

Notas: As taxas ativas bancárias compósitas são calculadas através da agregação das taxas de curto e de longo prazo utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes das novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As últimas observações referem-se a janeiro de 2024.

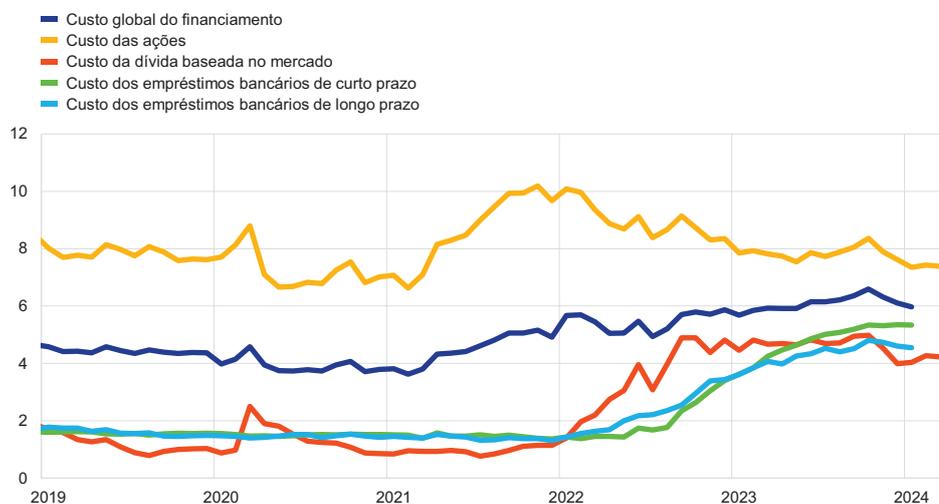
**Os dados diários para o período em análise – 14 de dezembro de 2023 a 6 de março de 2024 – mostram um ligeiro aumento do custo para as SNF da dívida baseada no mercado e uma descida marginal do custo das ações.**

Com base em dados mensais, o custo global do financiamento das SNF relativo a janeiro de 2024 – ou seja, o custo compósito dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações – diminuiu consideravelmente face ao máximo plurianual atingido em outubro de 2023, situando-se em 6,0%, mais especificamente, 10 pontos base abaixo do valor registado em dezembro (gráfico 22)<sup>12</sup>. Esta diminuição ficou a dever-se sobretudo à descida do custo das ações, dado que não se verificaram alterações significativas em nenhuma das outras componentes dos custos. De acordo com os dados diários, o custo da dívida baseada no mercado aumentou durante o período em análise, devido a uma subida da taxa isenta de risco que não foi totalmente compensada por uma compressão dos diferenciais das obrigações das SNF nos segmentos de elevada rentabilidade. Ao mesmo tempo, o custo do financiamento por ações caiu ligeiramente, refletindo uma descida do prémio de risco das ações, que compensou o aumento atrás mencionado da taxa isenta de risco (aproximado pela taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos) (ver a secção 4).

**Gráfico 22**

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

(percentagens homólogas)



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

Notas: O custo global do financiamento das sociedades não financeiras (SNF) baseia-se em dados mensais e é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários (dados médios mensais), da dívida baseada no mercado e das ações (dados em fim de mês), com base nos respetivos saldos. As últimas observações dizem respeito a 6 de março de 2024 para o custo da dívida baseada no mercado e para o custo das ações (dados diários) e a janeiro de 2024 para o custo global do financiamento e para o custo do financiamento bancário (dados mensais).

<sup>12</sup> Devido a desfazamentos nos dados disponíveis sobre o custo dos empréstimos bancários, os dados do custo global do financiamento das SNF apenas estão disponíveis até janeiro de 2024.

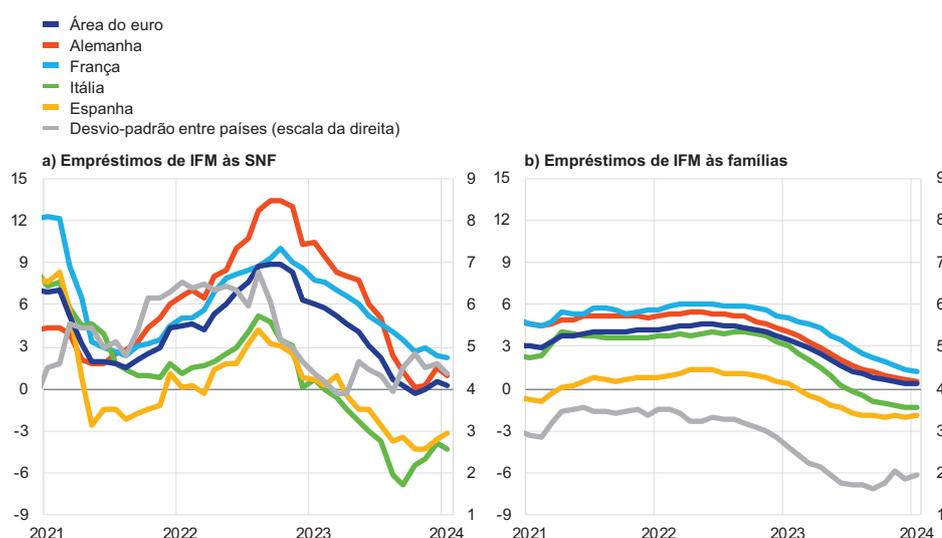
### Os empréstimos bancários às empresas e às famílias estabilizaram em níveis baixos em janeiro de 2024, num contexto de taxas ativas elevadas, uma fraca procura de empréstimos e critérios de concessão de crédito restritivos.

O crescimento homólogo dos empréstimos às SNF diminuiu para 0,2% em janeiro de 2024, face a 0,5% em dezembro de 2023 (gráfico 23, painel a), num contexto de considerável heterogeneidade entre países. Ao mesmo tempo, a volatilidade tem vindo a aumentar, tal como refletido na forte contração dos empréstimos de curto prazo em janeiro, que inverteu um aumento de proporções semelhantes ao longo dos dois meses anteriores. De um modo geral, o atual fraco crescimento dos empréstimos mantém-se em consonância com a estagnação da dinâmica do crédito observada desde o início de 2023, em resultado de uma procura agregada fraca, de critérios de concessão crédito restritivos e de uma política monetária restritiva. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias desceu para 0,3% em janeiro de 2024, face a 0,4% em dezembro de 2023 (gráfico 23, painel b), num contexto de perspectivas negativas para o mercado da habitação, de critérios de concessão de crédito um pouco mais restritivos e de taxas ativas elevadas. Esta 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 o crescimento dos empréstimos ao consumo se manteve estável, principalmente devido à procura por parte dos quintis de rendimento mais baixos, o que se refletiu num aumento das rejeições de pedidos de crédito. Além disso, os resultados do [inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores](#) em janeiro de 2024 sugerem que 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 nos próximos 12 meses.

### Gráfico 23

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

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



Fontes: BCE e cálculos do BCE.

Notas: Os empréstimos das instituições financeiras monetárias (IFM) são corrigidos de vendas e titularização. No caso das SNF, os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*). O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As últimas observações referem-se a janeiro de 2024.

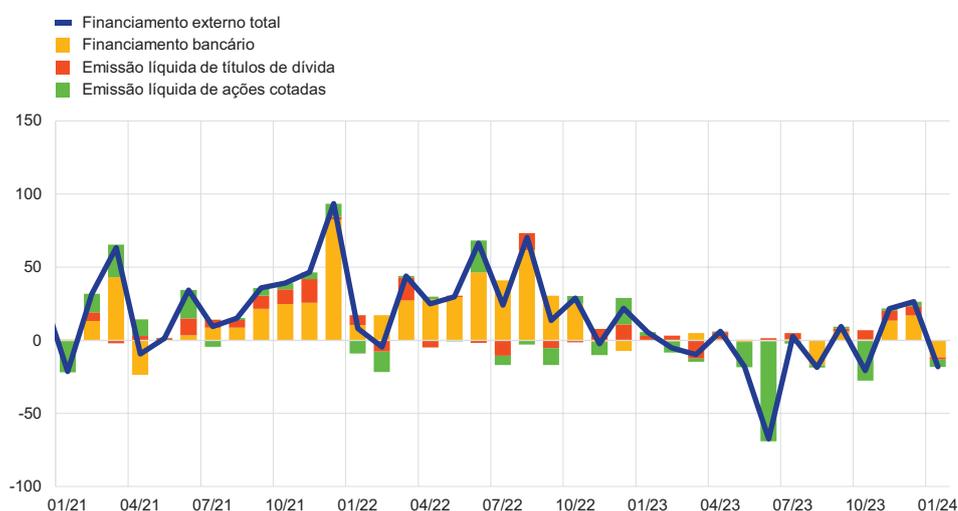
**O crescimento do financiamento externo líquido das empresas da área do euro manteve-se fraco no quarto trimestre de 2023 e em janeiro de 2024, refletindo níveis baixos de financiamento por dívida.**

Enquanto a taxa de crescimento homóloga do financiamento externo líquido aumentou de -0,9% em outubro de 2023 para 0,8% em janeiro de 2024, o fluxo mensal entrou novamente em terreno negativo em janeiro (gráfico 24). Ao contrário de episódios anteriores de fraca dinâmica dos empréstimos, a emissão de obrigações de empresas não compensou o decréscimo global dos empréstimos bancários. Em janeiro, a procura de empréstimos pelas empresas esteve principalmente relacionada com os prazos curtos, tendo os empréstimos de mais longo prazo sido substituídos por obrigações de empresas. Além disso, a emissão de ações cotadas continuou fraca.

**Gráfico 24**

**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 janeiro de 2024.

**As empresas e as famílias continuaram a reafetar depósitos *overnight* a depósitos a prazo em janeiro de 2024.**

A taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* continuou a registar uma contração, situando-se em -9,9% em janeiro de 2024, face a -9,7% em dezembro de 2023 (gráfico 25). A forte preferência por depósitos a prazo é explicada pelo diferencial considerável entre as taxas dos depósitos a prazo e as taxas dos depósitos *overnight*, refletindo os grandes custos de oportunidade da detenção de instrumentos de elevada liquidez<sup>13</sup>. Em janeiro, 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. Verificou-se uma nova mudança mensal significativa de depósitos *overnight* para depósitos a prazo por parte das famílias, bem como uma recuperação do ritmo

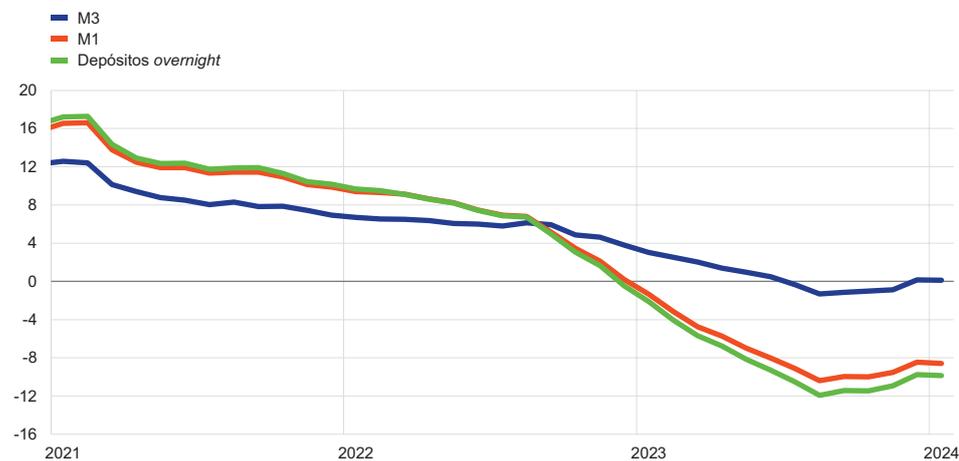
<sup>13</sup> Tal como nos anteriores ciclos de maior restritividade, as taxas de juro dos depósitos *overnight* demoraram mais a ajustar-se às variações das taxas diretoras do que as taxas dos depósitos a prazo. Ver igualmente a caixa intitulada [Dinâmica monetária durante o ciclo de maior restritividade da política monetária](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2023.

a que as empresas reequilibraram estes dois instrumentos, ritmo esse que tinha abrandado consideravelmente no quarto trimestre de 2023.

### Gráfico 25

#### M3, M1 e depósitos *overnight*

(taxa de variação homóloga (%), corrigida de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a janeiro de 2024.

#### **Em janeiro de 2024, a taxa de crescimento homóloga do M3 manteve-se próxima de zero, impulsionada pelos elevados custos de oportunidade, pela estagnação da concessão de crédito e pela redução do balanço do Eurosistema.**

O crescimento do M3 na área do euro diminuiu ligeiramente, situando-se em 0,1% em janeiro de 2024, o que compara com 0,2% em dezembro de 2023 (gráfico 25). Em janeiro, o crescimento homólogo do agregado monetário estreito (M1), que compreende os ativos líquidos do M3, caiu ligeiramente, situando-se em -8,6%, face a -8,5% em dezembro. Após entradas relativamente elevadas no quarto trimestre de 2023, o M3 registou saídas mensais consideráveis em janeiro, num contexto de volatilidade crescente e alterações nas carteiras em detrimento do M3 que reforçaram a fraca dinâmica monetária. A saída de janeiro refletiu uma inversão parcial das compras de obrigações de dívida pública dos bancos em dezembro, compensada por um aumento das obrigações de dívida pública detidas pelo setor detentor de moeda, e a emissão renovada de obrigações bancárias de longo prazo antes do próximo reembolso dos fundos obtidos através das ORPA direcionadas em março de 2024. Estas saídas foram parcialmente compensadas por entradas do exterior de maior dimensão, que refletiram um excedente significativo da balança corrente, num contexto de importações fracas, e um interesse acrescido por títulos da área do euro por parte dos investidores estrangeiros. Além disso, a redução do balanço do Eurosistema continuou a ter um efeito contracionista na criação de moeda, a par da estagnação da concessão de crédito ao setor privado.

## 6 Evolução orçamental

*De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2024 elaboradas por especialistas do BCE, o défice orçamental das administrações públicas da área do euro irá melhorar moderadamente em 2024, para 2,9% do PIB, mas apenas ligeiramente daí em diante, estabilizando em 2,8% em 2025 e 2026. Projeta-se, assim, que a redução gradual do défice orçamental registada desde o auge da pandemia se interrompa e este aumente ligeiramente. Refletindo, de um modo geral, esta evolução, a orientação orçamental da área do euro deverá tornar-se significativamente mais restritiva em 2024, mas tal quase não se verificará posteriormente. Este aumento da restritividade da orientação orçamental reflete a expectativa de que os governos continuem a suprimir as medidas de apoio relacionadas com os produtos energéticos. Dado que este aumento da restritividade não deverá continuar após 2024, projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro permaneça elevado, aumentando ligeiramente ao longo do horizonte de projeção, de um valor estimado de 88,3% em 2023, para cerca de 88,6% em 2026. Em 21 de fevereiro de 2024, a Comissão publicou a avaliação intercalar do Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR).*

*Apesar de sublinhada a existência de alguns progressos, continua a ser importante acelerar a execução do programa “NextGenerationEU” (NGEU) para que dele se possam retirar todos os benefícios. Na sequência do recente acordo político provisório entre o Conselho ECOFIN e o Parlamento Europeu no tocante à reforma do quadro de governação económica da União Europeia, o processo legislativo deve ser concluído com celeridade para que as novas regras possam ser aplicadas sem demora.*

**As projeções macroeconómicas de março de 2024 elaboradas por especialistas do BCE indicam que o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro irá melhorar moderadamente em 2024, mas apenas ligeiramente em 2025<sup>14</sup>.**

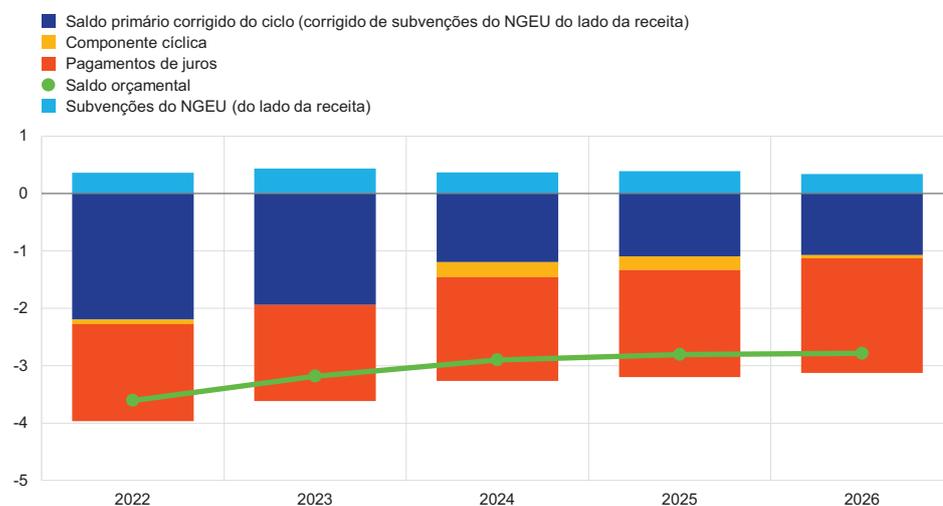
De acordo com as projeções, o défice orçamental da área do euro terá diminuído de 3,6% do PIB em 2022 para 3,2% em 2023 e continuará a diminuir para 2,9% do PIB em 2024 e para 2,8% em 2025, onde deverá permanecer em 2026 (gráfico 26). A trajetória projetada reflete sobretudo um saldo primário corrigido do ciclo menos negativo em 2024 e, em menor grau, também em 2025. Os défices primários mais reduzidos são compensados apenas parcialmente por um aumento das despesas com juros, dado que a transmissão de aumentos anteriores das taxas de juro 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 do défice primário corrigido do ciclo em 2024 é, por sua vez, impulsionada sobretudo pela supressão das medidas públicas de apoio orçamental, paralelamente 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% em 2024 e que voltem a diminuir para cerca de 0,2% em 2025 e 2026.

<sup>14</sup> Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2024](#), publicadas pelo BCE em 7 de março de 2024.

## Gráfico 26

### Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



Fonte: Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2024.

Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos 20 países da área do euro (incluindo a Croácia).

**Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o saldo orçamental foi objeto de uma ligeira revisão em baixa, em 0,1 pontos percentuais por ano em 2023, 2024 e 2025 e em 0,2 pontos percentuais em 2026.** Estas revisões podem dever-se a revisões em baixa da componente cíclica ao longo de todo o horizonte de projeção (entre 0,1 e 0,2 pontos percentuais por ano), parcialmente compensadas por revisões em baixa dos pagamentos de juros devido a condições de financiamento mais favoráveis.

**Projeta-se que a orientação orçamental da área do euro se torne significativamente mais restritiva em 2024, mas tal quase não se verificará posteriormente<sup>15</sup>.** A variação anual do saldo primário corrigido do ciclo, corrigida de subvenções concedidas aos países ao abrigo do programa 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 é gradualmente eliminada. Nos últimos dois anos do horizonte de previsão, 2025 e 2026, a orientação orçamental deverá ser neutra. Apesar do atual desvanecimento das medidas de apoio relacionadas com os produtos energéticos, espera-se que o nível de apoio orçamental na área do euro permaneça amplamente acomodatório durante todo o horizonte de projeção, dado que o saldo orçamental corrigido do ciclo se mantém bastante abaixo do nível registado antes da pandemia, devido às medidas expansionistas tomadas durante a crise que se têm revelado duradouras.

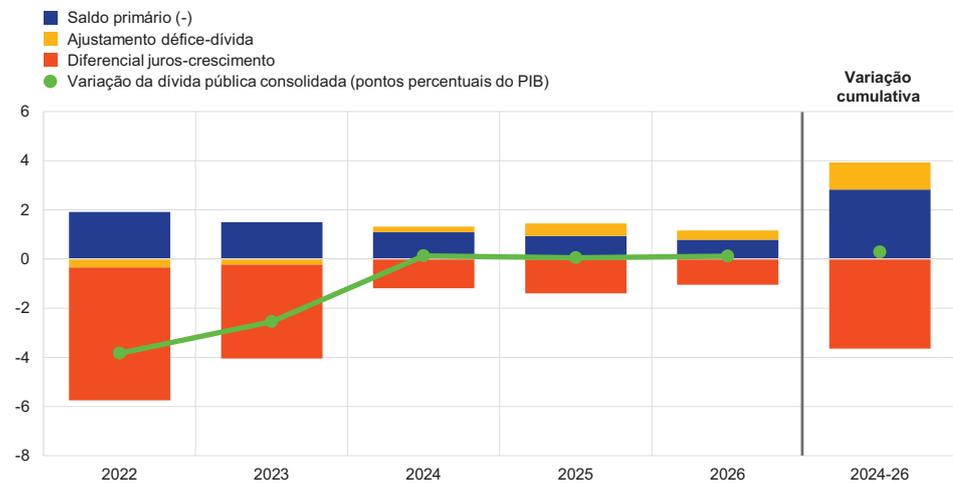
<sup>15</sup> A orientação orçamental reflete a direção e a magnitude do estímulo das políticas orçamentais à economia para além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É mensurada aqui como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Atendendo a que as receitas orçamentais mais elevadas relacionadas com as subvenções do pacote NGEU com base no orçamento da UE não têm um impacto contracionista na procura, o saldo primário corrigido do ciclo é, neste contexto, corrigido de modo a excluir essas receitas. Para mais pormenores sobre a orientação orçamental da área do euro, ver o artigo intitulado [The euro area fiscal stance](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

**Projeta-se que o rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro permaneça acima do seu nível anterior à pandemia e, até mesmo, que aumente ligeiramente no horizonte de projeção, de um valor estimado de 88,3% em 2023 para 88,6% em 2026.** Durante a pandemia, o rácio da dívida aumentou significativamente, para cerca de 97% em 2020, mas tem diminuído gradualmente desde então. No entanto, esta tendência de melhoria parece ter-se interrompido, prevendo-se, ao invés, que o rácio da dívida aumente ligeiramente no horizonte de projeção, impulsionado por défices primários e pelos esperados ajustamentos défice-dívida positivos, que são apenas parcialmente compensados por diferenciais ainda negativos entre taxa de juro e taxa de crescimento (gráfico 27).

### Gráfico 27

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

(em percentagem do PIB, salvo indicação em contrário)



Fonte: Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2024.  
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos 20 países da área do euro (incluindo a Croácia).

**É importante que os governos progridam rapidamente no sentido da execução do NGEU e da reforma do quadro de governação económica da União Europeia.** Em 21 de fevereiro de 2024, a Comissão publicou a [avaliação intercalar do Mecanismo de Recuperação e Resiliência \(MRR\)](#). Apesar de, na avaliação, serem sublinhados os progressos alcançados na execução do programa NGEU, também se reconhece que, até ao momento, se verificaram atrasos em desembolsos e investimentos, levando a um impacto sobre o crescimento positivo significativamente inferior ao antecipado no início. Revela-se agora crucial acelerar a execução do programa NGEU para que dele se possam retirar todos os benefícios. Por fim, na sequência do recente acordo político provisório entre o Conselho ECOFIN e o Parlamento Europeu no tocante à reforma do quadro de governação económica da União Europeia, o processo legislativo deve ser concluído com celeridade para que as novas regras possam ser aplicadas sem demora.

# Caixas

## 1 Especulação nos preços do petróleo e do gás em tempos de riscos geopolíticos

Por Livia Chiçu, Massimo Ferrari Minesso e Ana-Simona Manu

**As grandes oscilações dos preços do petróleo e do gás, juntamente com a maior volatilidade dos preços no contexto da pandemia, da guerra na Ucrânia e do aumento das tensões geopolíticas no Médio Oriente, suscitaram a questão de saber até que ponto a especulação está a impulsionar os preços do petróleo e do gás.** Os preços do petróleo e do gás aumentaram significativamente desde o fim da pandemia, com uma volatilidade dos preços em grande escala observada durante a recuperação na fase posterior à pandemia. Mais recentemente, as novas preocupações quanto à maior volatilidade dos preços foram desencadeadas pelos ataques terroristas em Israel e pelas tensões crescentes no mar Vermelho, embora em menor grau do que no período de recuperação após a pandemia, exercendo alguma pressão em sentido ascendente sobre os preços do petróleo Brent (gráfico A, painel a)<sup>1</sup>. Ainda assim, na atual conjuntura, as pressões em sentido ascendente sobre os preços do petróleo decorrentes das tensões geopolíticas e dos cortes da OPEP+ estão a ser compensadas por uma procura fraca e por uma produção mais elevada de países não pertencentes à OPEP. Embora os preços do gás também tenham reagido às recentes tensões geopolíticas, mantiveram-se muito abaixo dos níveis de 2022. Neste contexto, a atenção voltou-se novamente para uma tentativa de compreensão dos fatores subjacentes aos preços do petróleo e do gás. Reveste-se de particular interesse saber se os preços refletem sobretudo fatores fundamentais (ou seja, a oferta e a procura mundiais de petróleo e gás) ou se refletem mais fatores de uma índole não fundamental relacionados com o posicionamento especulativo. O tema tem sido amplamente debatido há mais de duas décadas, tendo alguns observadores apontado para a especulação e a “financiarização” dos mercados de matérias-primas como os principais fatores subjacentes aos picos dos preços do petróleo. Contudo, de um modo geral, os estudos académicos não encontram provas sólidas de que a especulação financeira assuma um papel importante<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Para uma estimativa da reação dos preços do petróleo a choques geopolíticos, ver a caixa intitulada [Risco geopolítico e preços do petróleo](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2023.

<sup>2</sup> Ver, por exemplo, Kilian, L., “Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market”, *American Economic Review*, vol. 99, n.º 3, 2009, pp. 1053-1069, e Vansteenkiste, I., [What is driving oil futures prices? Fundamentals versus speculation](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1371, BCE, 2011.

## Gráfico A

### Evolução dos preços do petróleo e do gás e eventos importantes

#### a) Preços do petróleo

(USD/barril)



#### b) Preços do gás

(EUR/MWh)



Fontes: LSEG e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: A TTF (do inglês *Title Transfer Facility*, facilidade de transferência de títulos) neerlandesa é o preço de referência europeu para o gás natural. A área a sombreado corresponde à janela ampliada. As últimas observações referem-se a 15 de fevereiro de 2024.

**De um modo geral, as métricas de mercado apontam para um papel limitado da especulação que ultrapassa as necessidades de cobertura.** A importância da especulação pode ser medida através da construção de índices de especulação para os mercados do petróleo e do gás, utilizando o “índice T de Working”. Ao utilizar dados sobre as posições no mercado de futuros dos EUA decorrentes do relatório dos compromissos dos operadores comerciais da Comissão Reguladora de Operações de Futuros de *Commodities Futures Trading Commission* – CFTC), o índice mede a especulação como o montante dos contratos de futuros detidos por operadores não comerciais (como indicador aproximado para os especuladores) que excede o que é necessário para equilibrar posições de cobertura detidas por operadores comerciais (medidas

pela instituição reportante)<sup>3</sup>. Os valores acima de um indicam que os operadores têm mais contratos do que os necessários para a cobertura do risco de mercado. A especulação pode amplificar os movimentos dos preços (aumento ou redução dos preços) em função da posição assumida pelos investidores; o impacto médio das atividades especulativas na amostra é avaliado na segunda parte da presente caixa. Numa análise retrospectiva, o índice do petróleo manteve-se estável até ao final de 2002, com uma média próximo de 1. Posteriormente, o índice aumentou de forma constante até cerca de 2010 – e novamente em 2015 –, atingindo um pico de quase 1,3, mas tem diminuído desde então (gráfico B, painel a)<sup>4</sup>. No geral, a correlação entre o índice de especulação e o preço do petróleo parece ser limitada.

### **Ao longo dos últimos anos, os índices de especulação nos mercados do gás mantiveram-se globalmente estáveis nos Estados Unidos e na Europa.**

Dado que os mercados do gás estão menos integrados a nível mundial do que os mercados do petróleo, é feita uma distinção adicional entre o mercado dos Estados Unidos e o mercado europeu. Esta distinção assenta nos dados da CFTC relativos aos Estados Unidos e em informações da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) sobre a dinâmica na Europa. A análise sugere que a especulação superior à cobertura é historicamente mais elevada na Europa do que nos Estados Unidos (gráfico B, painel b)<sup>5</sup>. Numa perspetiva europeia, o índice de especulação do gás aumentou na sequência da invasão da Ucrânia pela Rússia, embora tenha permanecido relativamente estável quando os preços do gás voltaram a aumentar no verão de 2022. A correlação entre o índice de especulação e o preço do gás parece ser, em geral, limitada, com a dissociação das séries nos últimos meses.

---

<sup>3</sup> As instituições reportantes definem as posições como “especulativas” ou como “de cobertura” com base no contrato subjacente e na contraparte envolvida. Importa referir que existem várias limitações aos dados, tais como o facto de a CFTC classificar posições por entidade (comerciais *versus* não comerciais) e não por atividade de negociação (especulação *versus* cobertura). Ver também Vansteenkiste, I., *op. cit.*, para obter informações sobre uma utilização semelhante de dados e aplicações da CFTC do índice T de Working.

<sup>4</sup> Importa referir que, embora o índice de especulação tenha aumentado em 2015, registou-se uma queda dos preços do petróleo devido a um excesso de oferta motivado por um período de fraca procura e por uma expansão da oferta em consequência da elevada produção de xisto nos Estados Unidos e do aumento das quotas de exportação da OPEP; ver Baumeister, C. and Kilian, L., “Forty Years of Oil Price Fluctuations: Why the Price of Oil May Still Surprise Us”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 30, n.º 1, 2016, pp. 139-160.

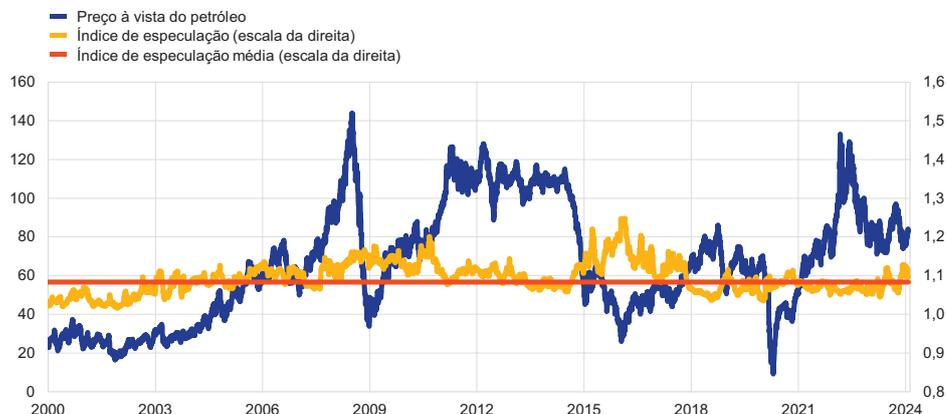
<sup>5</sup> No entanto, a cobertura temporal da ESMA é muito mais curta, uma vez que os dados só são comunicados após 2018.

## Gráfico B

### Índices de especulação nos mercados do petróleo e do gás

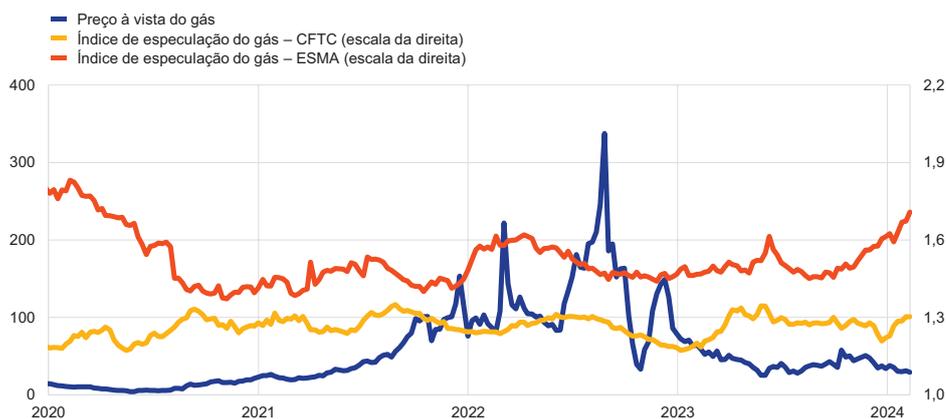
#### a) Preço à vista do petróleo e índice de especulação do petróleo baseado na CFTC

(escala da esquerda: USD/barril; escala da direita: percentagem)



#### b) Preço à vista do gás e índices de especulação do gás

(escala da esquerda: EUR/MWh; escala da direita: percentagem)



Fontes: CFTC, ESMA, LSEG e cálculos do BCE.

Notas: Painel a): o limite inferior do índice é a unidade. Os valores mais elevados indicam um maior número de posições abertas não comerciais (ou seja, especulativas) do que posições comerciais (ou seja, de cobertura). Na medida em que as posições assumidas pelas empresas não comerciais não compensam as assumidas pelas empresas comerciais, a dimensão deste desequilíbrio é indicativa de posições especulativas que ultrapassam os requisitos dos operadores em cobertura. O índice de especulação média é calculado a partir de 1995. Painel b): o índice de especulação do gás baseado na CFTC assenta em dados dos EUA, ao passo que o índice de especulação do gás baseado na ESMA capta a especulação no mercado europeu do gás. As últimas observações referem-se a 15 de fevereiro de 2024 para o painel a) (dados diários) e a 9 de fevereiro de 2024 para o painel b) (dados semanais).

**Uma análise empírica da relação entre os preços do petróleo e a especulação mostra que existem poucos indícios de que a especulação afeta a transmissão de choques fundamentais da procura ou da oferta sobre os preços do petróleo.** A análise empírica do papel da especulação nos preços dos produtos energéticos centra-se no mercado do petróleo, uma vez que os preços do gás recebem uma influência mais forte dos fatores regionais<sup>6</sup>. A ideia básica consiste em utilizar um modelo estrutural para identificar surpresas nos movimentos dos preços do petróleo (ou seja, choques sobre os preços do petróleo) que não são esperadas pelos participantes no mercado. Tal pode ajudar a avaliar se o posicionamento especulativo dos investidores influencia significativamente a dinâmica dos preços

<sup>6</sup> O quadro empírico aqui utilizado apresenta um espírito semelhante ao estabelecido em Altmeyer, P., Boneva, L., Kinston, R., Saha, S. e Stoja, E., [Yield curve sensitivity to investor positioning around economic shocks](#), *Staff Working Papers*, n.º 1029, Bank of England, 2023.

do petróleo quando ocorrem choques. Por exemplo, confrontados com um choque fundamental que provoca um aumento inesperado dos preços do petróleo, os investidores excessivamente expostos aos preços do petróleo podem reajustar a sua carteira, amplificando o efeito do choque. Ao mesmo tempo, os investidores que detenham posições que conduziram a ganhos em caso de um aumento inesperado nos preços do petróleo podem encerrar as suas posições para capitalizar esses ganhos, atenuando assim o efeito do choque fundamental. É possível testar esta hipótese através da regressão da variação dos preços do petróleo em choques fundamentais, condicionando o nível de posicionamento dos investidores nos mercados do petróleo (gráfico C, painel a)<sup>7</sup>. Estimativas empíricas mostram diferenças limitadas na reação do preço do petróleo quando o nível de especulação é mais elevado<sup>8</sup>. Relativamente aos preços à vista do petróleo bruto, a elasticidade perante um choque padronizado da oferta de petróleo aumenta de 1,6, quando o nível dos contratos especulativos é baixo, para cerca de 1,8, quando as posições longas líquidas dos investidores são de grande dimensão. Estas estimativas não são estatisticamente diferentes entre si, uma vez que os intervalos de confiança se sobrepõem consideravelmente. As diferenças são ainda menores quando se consideram os futuros do petróleo, dado que, neste caso, os investidores com aversão ao risco que detêm posições longas terão lucro, uma vez que previram corretamente preços do petróleo mais elevados. A anulação destas posições atenuará o efeito do choque fundamental sobre os preços do petróleo. No geral, considera-se que a especulação não desempenha um papel importante na amplificação da transmissão de choques fundamentais sobre os preços à vista do petróleo e sobre os preços dos futuros, em consonância com as conclusões académicas atrás referidas.

---

<sup>7</sup> Mais especificamente, a regressão dos preços do petróleo ocorre em choques de oferta diária de petróleo em interação com o índice de especulação do petróleo ou o nível das posições não comerciais. Os choques diários do petróleo são retirados de Gazzani, A., Venditti, F. e Veronese, G., "Oil price shocks in real-time", *Journal of Monetary Economics*, a publicar.

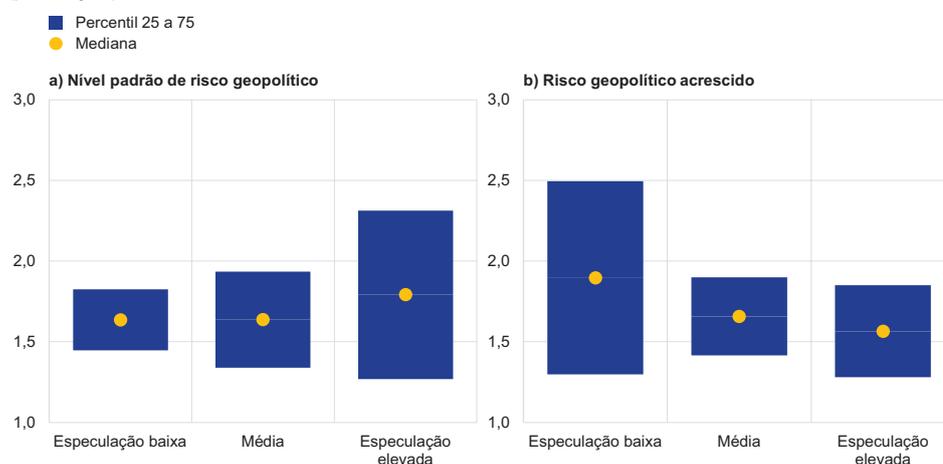
<sup>8</sup> Os resultados continuam a ser sólidos para utilizar o índice T de Working na interação com o choque de oferta negativo.

## Gráfico C

Reação dos preços do petróleo a choques de oferta de petróleo, em função do nível de posicionamento especulativo

### Resposta estimada dos preços à vista do petróleo

(percentagens)



Fontes: LSEG, Caldara e Iacoviello<sup>1)</sup>, Gazzani et al. 2) e cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: Painel a): o gráfico utiliza choques estruturais do petróleo identificados por Gazzani et al., normalizados para aumentar os preços do petróleo no impacto. Mais precisamente, um choque negativo na oferta aumenta os preços do petróleo em cerca de 1,2% no impacto e 1,8% decorrida uma semana. O gráfico apresenta a variação percentual do preço do petróleo para o mesmo choque quando as posições abertas líquidas se situam no nível médio da amostra (média), um desvio padrão abaixo da média (especulação baixa) ou um desvio padrão acima da média (especulação elevada). O período da amostra é 2008-2022; os dados são semanais. Painel b): o gráfico repete a mesma análise utilizando apenas períodos de elevada incerteza geopolítica, medida como períodos em que o índice diário de risco geopolítico calculado por Caldara e Iacoviello se situa acima da sua média de longo prazo. O período da amostra é 2008-2022; os dados são semanais.

1) Caldara, D. e Iacoviello, M., "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, vol. 112, n.º 4, 2022, pp. 1194-1225.

2) Gazzani, A., Venditti, F. e Veronese, G., "Oil price shocks in real-time", *Journal of Monetary Economics*, a publicar.

### Verifica-se também que a especulação não amplifica a transmissão de choques fundamentais em períodos de maior risco geopolítico.

As tensões geopolíticas podem influenciar os preços do petróleo através de dois canais diferentes e opostos. Em primeiro lugar, uma maior incerteza geopolítica funciona como um choque negativo da procura mundial, suscitando dúvidas quanto às perspetivas económicas, com repercussões no consumo, no investimento e no comércio internacional. Através deste canal, a incerteza geopolítica atenua, em última instância, a procura mundial de petróleo e os preços do petróleo. Em segundo lugar, as tensões geopolíticas podem colocar riscos para a oferta de petróleo no futuro, aumentando o valor líquido da detenção de contratos de petróleo – também conhecido como rendibilidade de conveniência – e exercendo assim pressões em sentido ascendente sobre os preços. Estes dois canais empurram os preços do petróleo em direções opostas e qual o canal prevalecente é uma questão empírica<sup>9</sup>. Para testar se a especulação se pode tornar mais importante como amplificador dos movimentos dos preços do petróleo face às tensões geopolíticas, repete-se a análise *supra*, mas centrando-se em períodos de tensões geopolíticas acrescidas (identificadas como períodos em que o índice de risco geopolítico criado por Caldara e Iacoviello se situa acima da média histórica). O resultado indica que a elasticidade perante choques de oferta de petróleo permanece globalmente estável, uma vez que os intervalos de confiança entre períodos de especulação baixa e elevada se sobrepõem completamente (gráfico C, painel b). Estes resultados sugerem que a especulação – medida pelo nível de posicionamento líquido dos investidores nos mercados de petróleo – também tem um efeito limitado na amplificação das reações dos preços a choques fundamentais em períodos de tensões geopolíticas acrescidas.

<sup>9</sup> Ver Caldara, D. e Iacoviello, M., "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, vol. 112, n.º 4, 2022, pp. 1194-1225.

Por Costanza Bosone, Ernest Dautović, Michael Fidora e Giovanni Stamato

**O aumento das tensões comerciais e uma série de políticas destinadas a fazer valer as preocupações em matéria de segurança nacional nas relações comerciais suscitaram preocupações crescentes quanto às potenciais implicações da fragmentação geoeconómica<sup>1</sup>.** Desde a crise financeira mundial, o comércio tem vindo a crescer mais lentamente do que o PIB, marcando o início de uma era de “slowbalisation” (abrandamento da integração mundial) (gráfico A, painel a)<sup>2</sup>. Entre outros fatores, atribui-se este processo à diminuição dos benefícios marginais da integração das cadeias de valor mundiais, à mudança estrutural da procura da indústria transformadora para os serviços e ao enfraquecimento do apoio político ao comércio livre. De facto, tem sido evidente o aumento acentuado das medidas restritivas do comércio nos últimos anos<sup>3</sup>. As preocupações quanto à resiliência do comércio e à segurança nacional agravaram-se na sequência da invasão da Ucrânia pela Rússia, existindo um debate crescente sobre a necessidade de protecionismo e de “near-shoring” ou “friend-shoring” (obtenção de meios de produção de fornecedores de países geograficamente próximos ou amigos). Algumas políticas industriais recentes contêm disposições que visam incentivar os produtores nacionais, especialmente os que se encontram em setores tecnologicamente avançados – possivelmente em detrimento de produtores estrangeiros. Simultaneamente, as avaliações baseadas em modelos mostram que as restrições ao comércio de fatores de produção intermédios entre países pertencentes a blocos geopolíticos opostos podem implicar custos económicos consideráveis em termos de redução do comércio e do bem-estar, bem como preços mais elevados<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Ver, por exemplo, Aiyar, S. *et al.* (2023), [Goeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism](#), *Staff Discussion Notes*, n.º 2023/001, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC.

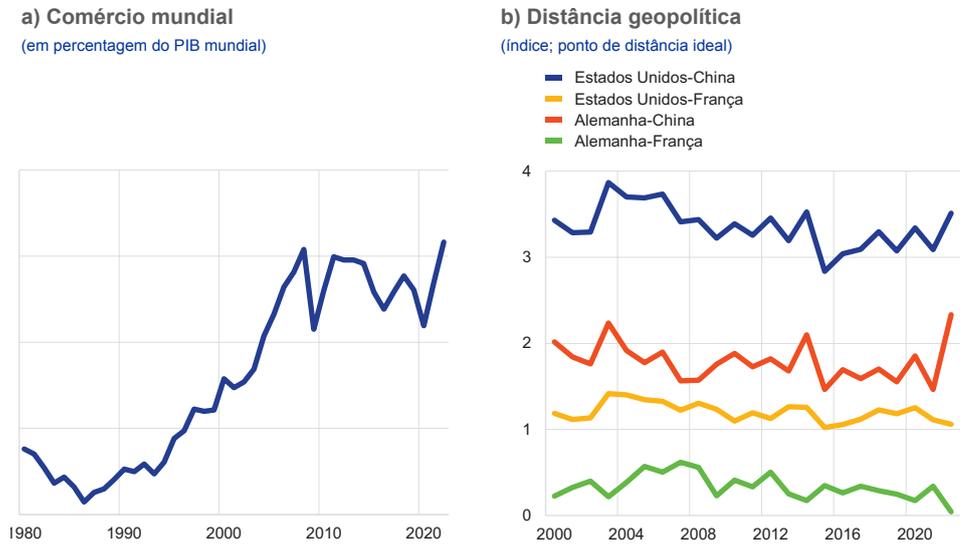
<sup>2</sup> Ver Antràs, P. (2021), [De-globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID-19 Age](#), incluído na ata da conferência organizada sob a égide do Fórum do BCE sobre Banca Central *Central Banks in a Shifting World*.

<sup>3</sup> Ver [ICC 2023 Trade Report: A fragmenting world](#), Câmara de Comércio Internacional, 2023.

<sup>4</sup> Ver Attinasi, M. G., Boeckelmann, L., e Meunier, B. (2023), [The economic costs of supply chain decoupling](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2839, BCE, 2023.

## Gráfico A

Evolução do comércio mundial e distância geopolítica entre pares de países selecionados



Fontes: Banco Mundial – Indicadores de Desenvolvimento Mundial, Bailey *et al.* 2017).

Notas: Painel a): o comércio é medido como a soma das importações e exportações; a última observação refere-se a 2022. Painel b): o ponto de distância ideal mede o comportamento observável dos países em questões de política externa, como por exemplo, divergências no comportamento de voto na Assembleia Geral das Nações Unidas. Valores mais elevados significam uma maior distância geopolítica. Ver Bailey *et al.* (2017); a última observação refere-se a 2022.

**Visto que, até à data, apenas existem dados empíricos limitados de que as preocupações geopolíticas já estejam a afetar significativamente os padrões de comércio, a presente caixa analisa o papel desempenhado pelas tensões geopolíticas na determinação do comércio internacional ao longo da última década.** A análise utiliza um modelo de gravidade estrutural para avaliar o efeito da distância geopolítica sobre os padrões de comércio internacional. Os modelos de gravidade do comércio pressupõem que o nível de comércio entre dois países é determinado pela sua massa económica e pelas fricções relativas a nível do comércio, os quais podem ser uma função tanto de barreiras pautais como não pautais ao comércio<sup>5</sup>. Normalmente, as barreiras não pautais são aproximadas pela distância geográfica entre países e por outras características que podem promover ou dificultar o comércio entre países, como uma língua comum ou acordos comerciais. Além destas variáveis não pautais, que são frequentemente utilizadas na literatura, esta análise introduz uma aproximação para o papel da geopolítica. A análise centra-se nos bens da indústria transformadora e, por conseguinte, exclui os produtos energéticos e o comércio de serviços.

**Aumentou-se um modelo de gravidade padrão do comércio internacional para incluir uma medida da distância geopolítica.** Esta variável, disponível ao longo do tempo e para pares de países, mede o desalinhamento dos países em matéria de política externa, com base nos seus padrões de votação na Assembleia Geral das Nações Unidas. Fá-lo transformando os comportamentos de voto observados dos países numa medida bilateral da distância geopolítica que reflete o desacordo

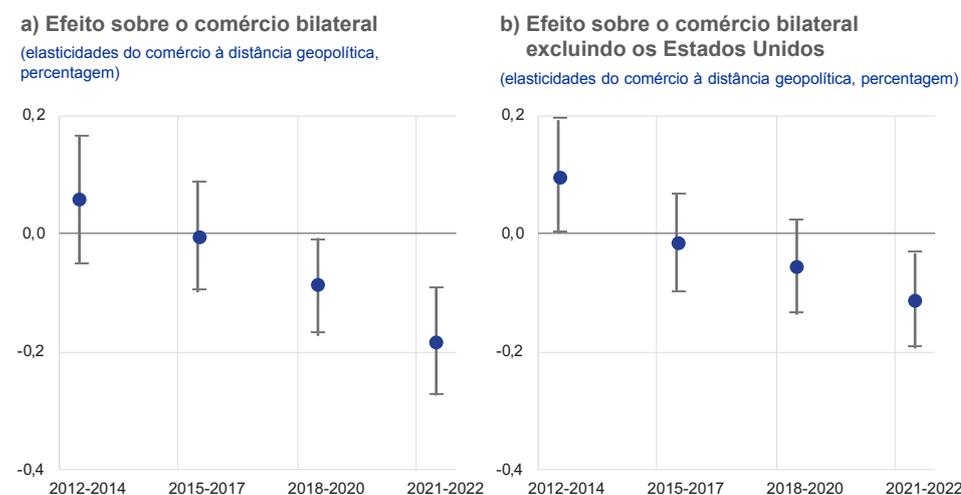
<sup>5</sup> Ver Anderson, J. e Van Wincoop, E. (2003), *Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle*, *American Economic Review*, vol. 93(1), pp. 170-192.

médio entre quaisquer dois países na Assembleia Geral das Nações Unidas<sup>6</sup>. A título ilustrativo, o painel b) do gráfico A apresenta a evolução da distância geopolítica entre quatro pares de países ao longo do tempo: Estados Unidos-China, Estados Unidos-França, Alemanha-China e Alemanha-França. Este gráfico mostra uma distância consistentemente mais elevada da China quer em relação aos Estados Unidos quer à Alemanha, bem como um novo aumento dessa distância nos últimos anos.

**Considera-se que a distância geopolítica desempenha um papel cada vez mais importante na determinação dos fluxos de comércio mundial (gráfico B, painel a).** A elasticidade estimada do comércio à distância geopolítica passa a ser negativa e significativa a partir de 2018 – de um modo geral, na altura em que se intensificaram as disputas comerciais entre os Estados Unidos e a China<sup>7</sup>. O impacto da distância geopolítica é economicamente significativo: a título de exemplo, verifica-se que um aumento de 10% da distância geopolítica diminui os fluxos de comércio bilateral em aproximadamente 2%, ou cerca de um décimo do impacto no comércio que pode ser atribuído a um acordo de comércio livre. Os resultados não se devem exclusivamente aos padrões de comércio dos Estados Unidos, uma vez que as estimativas permanecem significativas quando se exclui os Estados Unidos da amostra (gráfico B, painel b).

## Gráfico B

### Efeito variável no tempo da distância geopolítica sobre os fluxos de comércio bilateral



Fontes: Trade Data Monitor – TDM (Monitor de dados do comércio), FMI, Bailey *et al.* (2017), World Integrated Trade Solution – WITS (Solução comercial integrada mundial), Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Os pontos representam a interação do coeficiente da distância geopolítica com uma variável artificial (*dummy*) temporal utilizando médias de dados de três anos e com base num modelo de gravidade estimado para 67 países para o período entre 2012 e 2022. A distância geopolítica é medida pelo logaritmo do ponto de distância ideal proposto por Bailey *et al.* (2017). As semirretas representam intervalos de confiança de 95%. A variável dependente é o comércio nominal de bens da indústria transformadora, excluindo produtos energéticos. A estimativa é realizada utilizando o estimador de pseudo-máxima verosimilhança de Poisson (*Poisson pseudo-maximum likelihood* – PPML). A estimativa tem em conta controlos bilaterais variáveis no tempo, efeitos fixos de exportador/importador-ano e efeitos fixos por par. Os erros-padrão são agrupados por par de países e ano. As estimativas apresentadas no painel b) têm por base uma amostra de 66 países, uma vez que os Estados Unidos foram excluídos.

<sup>6</sup> Ver Bailey, M. A., Strezhnev, A. e Voeten, E. (2017), [Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data](#), *Journal of Conflict Resolution*, vol. 61(2), pp. 430-456.

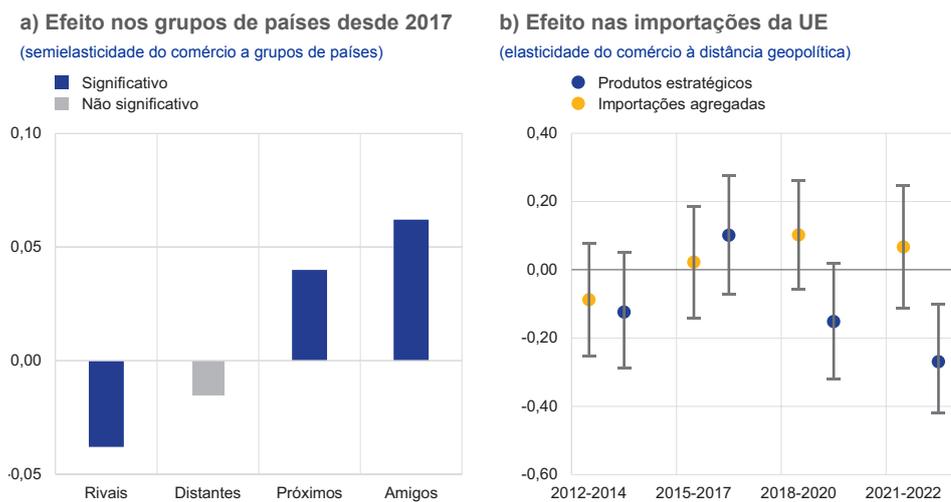
<sup>7</sup> Estes resultados são resistentes a todos os choques mundiais, como a pandemia de COVID-19, devido à inclusão nos custos do comércio de efeitos fronteiriços variáveis no tempo, o que controla para todos os fatores não observáveis a nível mundial que afetam o comércio internacional face ao comércio interno (ver Beverelli, C., Keck, A., Larch, M., e Yotov, Y. V. (2023), [Institutions, trade, and development: identifying the impact of country-specific characteristics on international trade](#), *Oxford Economic Papers*).

### A geopolítica parece ter um impacto heterogéneo nos padrões de comércio.

Para compreender a heterogeneidade do impacto da geopolítica, regressou-se os fluxos de comércio bilateral com base num conjunto de quatro variáveis artificiais (*dummies*) que identificam os quatro quartis da distribuição da distância geopolítica entre pares de países. Adicionalmente, a fim de captar o efeito do aumento das tensões geopolíticas ao longo do tempo, interagiu-se cada variável artificial por quartil com uma variável artificial temporal igual a 1 no período após 2017. A geopolítica tem impulsionado o comércio entre “amigos” (ou seja, o primeiro quartil) no período após 2017. Em contraste, tem prejudicado o comércio entre “rivais” (ou seja, o quarto quartil; gráfico C, painel a). O comércio entre “rivais” é cerca de 4% inferior ao que teria sido caso as tensões geopolíticas não tivessem aumentado após 2017, ao passo que o comércio entre “amigos” é cerca de 6% mais elevado. De um modo geral, embora a geopolítica reduza o comércio entre países distantes em termos geopolíticos, pode também reforçar as ligações comerciais entre países com um alinhamento geopolítico.

### Gráfico C

#### Efeito da distância geopolítica nos grupos de países e nas importações da UE



Fontes: TDM, FMI, Bailey *et al.* (2017), Egger e Larch (2008), WITS, Eurostat, Comissão Europeia e cálculos do BCE.  
Notas: Resultados com base num modelo de gravidade estrutural, estimados para 67 países para o período de 2012 a 2022 utilizando dados anuais. Ver o gráfico B para mais informações sobre a estimativa. Painel a): os efeitos sobre cada grupo são identificados com base numa variável artificial (*dummy*) para os quartis da distribuição da distância geopolítica entre pares de países. A variável artificial passa a ser 1 no caso do comércio entre pares de países pertencentes ao mesmo quartil desde 2017. Uma semielasticidade  $\beta$  corresponde a uma variação percentual de  $100 \cdot (\exp(\beta) - 1)$ . Painel b): os pontos representam a interação do coeficiente da distância geopolítica com uma variável artificial temporal e uma variável artificial para as importações da UE utilizando médias de dados de três anos. Os pontos a amarelo referem-se a estimativas com base no comércio bilateral como a variável dependente. Os pontos a azul referem-se a estimativas com base no comércio bilateral de produtos estratégicos, como definido pela Comissão Europeia. As semirretas representam intervalos de confiança de 95%.

**Há pouca evidência de uma tendência significativa de “near-shoring” ou “friend-shoring” nas importações agregadas da UE.**

No mesmo modelo de gravidade, foi isolado o impacto dos efeitos variáveis no tempo da distância geopolítica para a UE através da interação da distância geopolítica com uma variável artificial para as importações da UE. A estimativa controla para efeitos em relação ao impacto da integração do comércio da UE nos vários países. Verifica-se que as importações da UE de bens da indústria transformadora não são afetadas de forma significativa pela geopolítica (gráfico C, painel b). Este resultado é resistente a especificações alternativas e pode refletir o elevado grau de integração da UE das cadeias de abastecimento mundiais, a elevada inflexibilidade das estruturas de produção a variações dos preços, pelo menos no curto prazo, e o aumento da referida rigidez quando os países estão profundamente integrados nas cadeias de abastecimento mundiais<sup>8</sup>.

**No entanto, há sinais de uma redução dos riscos em setores estratégicos na UE.**

Os produtos estratégicos (equipamento militar, matérias-primas, baterias, produtos médicos e de alta tecnologia, etc.) representam cerca de 9% do total de importações extra-UE e são particularmente relevantes em domínios como a segurança, a saúde pública e a transição ecológica e digital. Quando o comércio de produtos estratégicos, como definido pela Comissão Europeia, é utilizado como a variável dependente, verifica-se que a distância geopolítica reduz significativamente as importações da UE (gráfico C, painel b). Os dados empíricos sugerem que a UE se está a dissociar seletivamente ao reduzir a sua dependência de fornecedores distantes em termos geopolíticos em setores estratégicos.

**A reorientação das exportações da área do euro para países com um alinhamento geopolítico acelerou com a invasão da Ucrânia pela Rússia.**

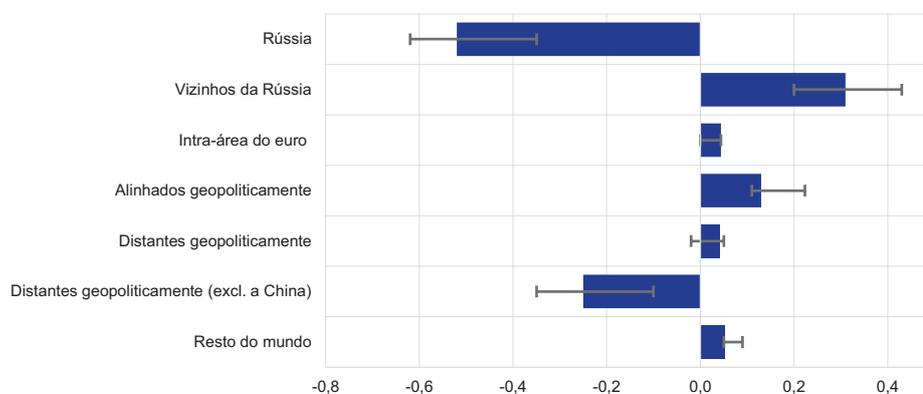
Uma análise de eventos sugere que a invasão da Ucrânia pela Rússia levou à redução em mais de metade das exportações da área do euro para a Rússia (gráfico D). Ao mesmo tempo, aumentaram os fluxos de comércio para os vizinhos da Rússia, possivelmente devido a um reordenamento das cadeias de abastecimento. Estima-se que o comércio da área do euro com países geopoliticamente alinhados tenha sido cerca de 13% mais elevado após a guerra, em comparação com o cenário contrafactual de ausência de guerra, impulsionado sobretudo pelo aumento do comércio com os Estados Unidos. Ao mesmo tempo, há sinais moderados de “near-shoring”, uma vez que se estima que o nível de comércio intra-área do euro tenha aumentado em cerca de 4% em resposta à invasão da Ucrânia pela Rússia face ao cenário contrafactual. No entanto, não há sinais de uma reorientação do comércio em detrimento da China, refletindo possivelmente o poder de mercado da China em vários setores fundamentais. Porém, quando se retira a China do grupo de países distantes em termos geopolíticos, o impacto da invasão da Ucrânia pela Rússia nas exportações da área do euro torna-se fortemente significativo e negativo.

<sup>8</sup> Ver, por exemplo, Bayoumi, T., Barkema, J. e Cerdeiro, D. A. (2019), *The Inflexible Structure of Global Supply Chains*, *IMF Working Papers*, n.º 2019/193, Fundo Monetário Internacional.

## Gráfico D

### Efeito da invasão da Ucrânia pela Rússia sobre as exportações da área do euro

(semielasticidade)



Fontes: TDM, FMI, Nações Unidas, Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Coeficientes estimados de um modelo de gravidade; dados trimestrais para o período de 2012 a 2022. A amostra inclui 67 exportadores e 118 importadores. Os efeitos sobre o nível das exportações da área do euro são identificados por uma variável artificial (*dummy*) para datas após a invasão da Ucrânia pela Rússia. Os parceiros comerciais são a Rússia, os países vizinhos da Rússia, a saber, Arménia, Cazaquistão, República Quirguiz e Geórgia; os amigos geopolíticos, os países distantes e os países neutros são, respetivamente, os países que votaram contra ou a favor da Rússia ou se abstiveram em ambas as resoluções fundamentais das Nações Unidas de 7 de abril e 11 de outubro de 2022. Inclui também o comércio intra-área do euro. A estimativa é realizada utilizando o estimador de pseudo-máxima verosimilhança de Poisson (*Poisson pseudo-maximum likelihood* – PPML). A estimativa tem em conta controlos bilaterais variáveis no tempo, efeitos fixos exportador/importador-tempo e efeitos fixos exportador/importador. Os erros-padrão são agrupados por par de países e tempo. As barras representam efeitos médios para os coeficientes significativos. As semirretas representam coeficientes mínimos e máximos estimados em várias verificações de robustez.

### 3 Como é que as famílias ajustaram o seu comportamento relativamente a despesas e poupanças para fazer face à inflação elevada?

Por Alina-Gabriela Bobasu, Evangelos Charalampakis e Omiros Kouvavas

**As famílias enfrentaram vários choques ao longo dos últimos anos e ajustaram o seu comportamento através de diferentes margens.** O episódio de inflação elevada nos últimos dois anos deveu-se a uma combinação de fatores, incluindo estrangulamentos nos abastecimentos provocados pela pandemia e a rápida subida dos preços dos produtos energéticos após a invasão da Ucrânia pela Rússia. O choque inflacionista afetou o comportamento dos consumidores e teve impacto na sua despesa. De um modo geral, os consumidores adotam diferentes estratégias para fazer face ao aumento dos preços – ajustam o consumo, reduzem a poupança e/ou aumentam o rendimento. A presente caixa usa dados do inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores (*Consumer Expectations Survey – CES*) para analisar a reação das famílias ao recente episódio inflacionista através destas margens de ajustamento.

**Dados do CES indicam que a principal estratégia utilizada pelos consumidores para fazer face à inflação é o ajustamento do consumo (gráfico A)<sup>1</sup>.**

Os participantes no CES foram inquiridos sobre as medidas que tomaram nos últimos 12 meses para fazer face à inflação. Além da redução do consumo, estas incluíram pedir empréstimos, recorrer às próprias poupanças, trabalhar mais horas, arranjar um emprego adicional e pedir um aumento do salário. Em janeiro de 2024, a maioria dos inquiridos do CES (69%) tinha alterado o seu consumo, mas os ajustamentos através dos canais de poupança/crédito (43%) e rendimento (31%) foram também significativos<sup>2</sup>. A resposta predominante aos preços elevados foi a comparação de preços (50%), seguida da troca por variedades de produtos de menor qualidade (33%) e da redução das quantidades compradas (28%)<sup>3</sup>. 35% dos inquiridos reportaram terem reduzido a sua poupança para apoiar o consumo, enquanto, em termos de rendimento, cerca de 15% reportaram terem negociado um aumento do salário e 17% reportaram terem trabalhado mais horas ou arranjado um emprego adicional. As famílias com restrições orçamentais – em que uma elevada proporção do rendimento é afetada a despesas básicas – tenderam a ajustar mais

<sup>1</sup> Encontra-se bem documentado o ajustamento pelos consumidores dos seus hábitos de consumo em resposta a grandes choques. Ver, por exemplo, as caixas intituladas [Consumption patterns and inflation measurement issues during the COVID-19 pandemic](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2020, [Inflation measurement in times of economic distress](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2020, e [Ponderações do IHPC para 2021 e as suas implicações para a medição da inflação](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2021. Ajustamentos nos padrões de consumo podem incluir a alteração do consumo em termos gerais ou a alteração da sua composição ao i) trocar um produto de uma dada categoria ou marca por outras, ii) procurar preços mais baixos e promoções e/ou iii) passar a comprar produtos de variedades diferentes.

<sup>2</sup> As percentagens referem-se a um valor médio, dado que as respostas estão divididas entre famílias com restrições orçamentais – em que uma elevada proporção do rendimento é afetada a despesas básicas – e famílias sem estas restrições.

<sup>3</sup> As pesquisas no Google corroboram estes dados, sugerindo que, desde meados de 2022, os consumidores têm estado a procurar ativamente retalhistas com preços mais acessíveis e a demonstrar um maior interesse em promoções, especialmente aplicadas a produtos alimentares (“promoções em produtos alimentares”, “menus com preços” e “descontos em comida”, por exemplo).

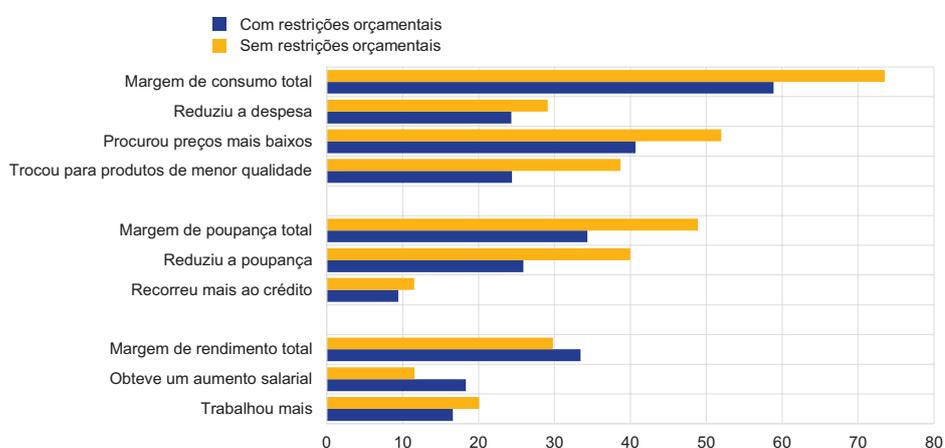
rapidamente os seus padrões de compras e de poupança do que as famílias sem restrições orçamentais (gráfico A)<sup>4</sup>. As percentagens foram semelhantes nos dois grupos relativamente às medidas de ajustamento do rendimento<sup>5</sup>. As respostas dos consumidores mostram aumentos em todas as margens comparando com a última vez em que a questão foi colocada (agosto de 2023). As opções de consumo mostraram o maior aumento (9 pontos percentuais), seguidas do reforço da poupança (7 pontos percentuais) e de estratégias relacionadas com o rendimento (7 pontos percentuais).

## Gráfico A

### Respostas dos consumidores em todas as margens no CES

#### Respostas de janeiro de 2024 (relativas aos 12 meses anteriores)

(percentagens)



Fontes: CES e cálculos do BCE.

Notas: A questão é colocada no CES da seguinte forma: Pense nas suas expectativas para a variação dos preços em geral nos últimos 12 meses. Qual das medidas que se seguem, se aplicável, tomou nos últimos 12 meses devido a essas variações dos preços? Selecione todas as opções aplicáveis. 1. Antecipou grandes compras de bens duradouros. 2. Reduziu a despesa habitual e colocou mais dinheiro de parte. 3. Visitou proativamente mais retalhistas para tentar encontrar o melhor preço para o mesmo produto ou serviço. 4. Substituiu bens e serviços por alternativas mais baratas. 5. Poupança menos do que o habitual ou liquidou (alguma ou toda) a poupança para financiar o consumo. 6. Recorreu mais do que o habitual ao crédito para financiar o consumo (por exemplo, saldo mais elevado nos cartões de crédito ou outros empréstimos ao consumo). 7. Recebeu um aumento salarial do seu empregador atual ou encontrou um emprego mais bem remunerado. 8. Aumentou o seu rendimento de outra forma (por exemplo, arranjou um segundo emprego, trabalhou mais horas para o empregador atual). 9. Nenhuma das opções anteriores.

<sup>4</sup> Famílias diferentes têm também estratégias diferentes para se adaptar aos choques inflacionistas, em função do seu cabaz de consumo, rendimento e características do balanço. Para uma análise recente das implicações do choque sobre o preço dos produtos energéticos nos modelos com agentes heterogêneos, ver Auclert, A., Monneray, H., Rognlie, M. e Straub, L., [Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy](#), *mimeo*, 2023.

<sup>5</sup> Uma possível explicação para as percentagens semelhantes nos dois grupos é que a causalidade esteja invertida e que, por conseguinte, as famílias que consigam aumentar o seu rendimento passam a não ter restrições orçamentais – dado que, neste caso, o rendimento é o fator condicionante para a determinação dos grupos e da margem de ajustamento.

**A composição do cabaz de despesas das famílias mostrou ajustamentos mais significativos para as categorias que sofreram maiores variações dos preços relativos.**

O gráfico B, painel a), mostra a composição do cabaz de consumo para 2023 em comparação com o de 2021. As categorias com maiores aumentos dos preços relativos registaram ajustamentos mais significativos na sua percentagem da despesa total nos últimos dois anos. Este tipo de ajustamentos está consonância com a literatura, que indica que as famílias encontram alternativas para produtos que se estão a tornar relativamente mais dispendiosos<sup>6</sup>. Em particular, o consumo de artigos tais como produtos alimentares e equipamentos sofreu um ajustamento substancial em sentido descendente em resposta aos maiores aumentos dos preços. Estes dados quantitativos estão em linha com as respostas qualitativas no gráfico A. No entanto, choques adicionais afetaram também o comportamento de consumo das famílias. A expansão sustentada dos serviços de lazer, tais como restaurantes e recreação e viagens (gráfico B, painel b), foi impulsionada por uma alteração de preferências após o levantamento das restrições sociais na sequência da pandemia, o que levou a um aumento do peso destas categorias na despesa total, de 7,4% em 2021 para 12,9% em 2023. Além disso, o peso dos transportes (incluindo compras de veículos automóveis) começou a diminuir no início de 2022, em resultado de estrangimentos nos abastecimentos de semicondutores, mas recuperou, até certo ponto, em 2023.

---

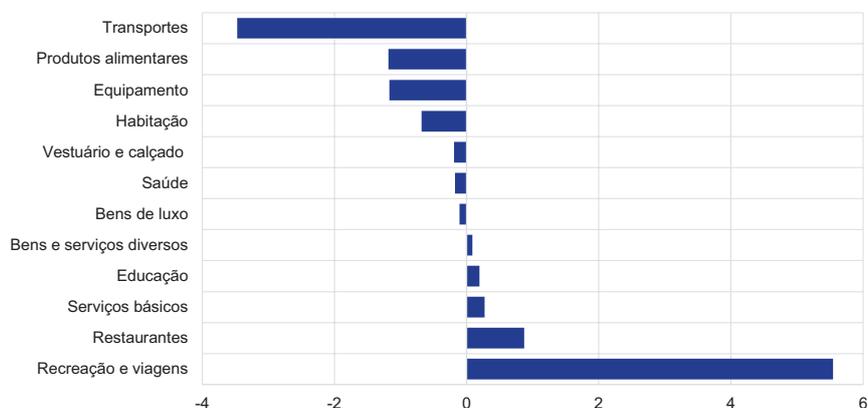
<sup>6</sup> Ver Argente, D. e Lee, M., [Cost of living inequality during the Great Recession](#), *Journal of the European Economic Association*, vol. 19, n.º 2, 2021, pp. 913-952, e [Grocery prices in the euro area: findings from the analysis of a disaggregated price dataset](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2015.

## Gráfico B

### Ajustamento do cabaz de consumo e decomposição do consumo por categoria de despesa

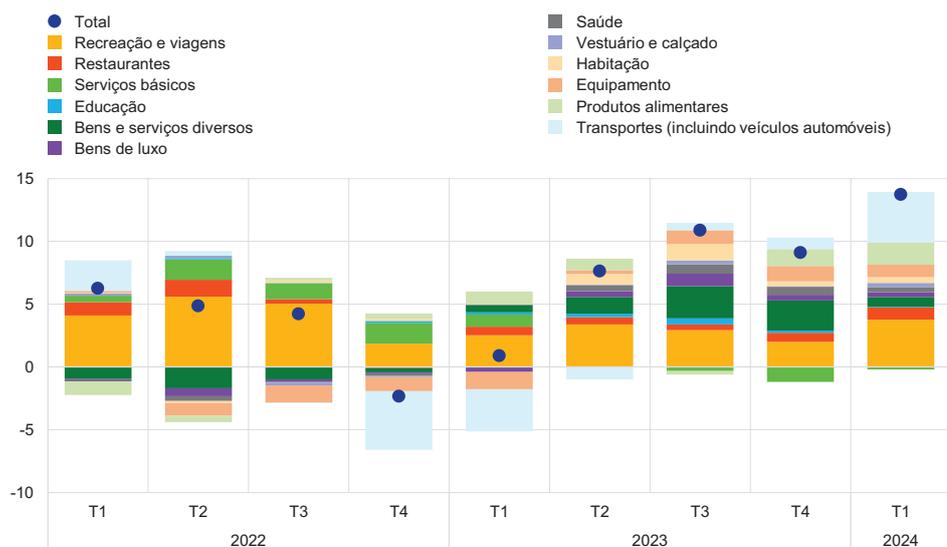
#### a) Variações relativas da despesa (2023 vs. 2021)

(percentagem da despesa total, percentagens)



#### b) Consumo nominal

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



Fontes: CES e cálculos do BCE.

Notas: O painel a) mostra as variações relativas da despesa para cada categoria de despesa (transportes, produtos alimentares, equipamento, habitação, vestuário e calçado, saúde, bens de luxo, bens e serviços diversos, educação, serviços básicos, restaurantes, e recreação e viagens) para 2023. A amostra é constituída pelos primeiros 11 países que aderiram ao euro: Bélgica, Alemanha, Irlanda, Espanha, França, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Áustria, Portugal e Finlândia. No painel b), a decomposição baseia-se em valores nominais com as taxas de crescimento homólogas redimensionadas com base no peso de cada item nas despesas de consumo nominal total. As últimas observações referem-se a 2023 no painel a) e ao primeiro trimestre de 2024 no painel b).

**No que respeita à margem de poupança, os dados apontam para uma queda da taxa de poupança nos dois últimos anos.** Combinando a informação constante do CES sobre consumo e rendimento, as taxas de poupança ao nível das famílias e os agregados trimestrais podem ser ambos calculados tempestivamente. Os movimentos na taxa de poupança agregada (enquanto percentagem do rendimento líquido) do CES espelham os observados na taxa de poupança agregada (não corrigida de sazonalidade) das contas setoriais trimestrais (*quarterly sector accounts* – QSA) do Eurostat (gráfico C, painel a). Em 2022 e 2023, houve uma descida na taxa de poupança do CES ligeiramente mais pronunciada do que a apresentada pelo indicador das QSA. Não obstante, a taxa de poupança do Eurostat aproximou-se da sua média de longo prazo no terceiro trimestre de 2023.

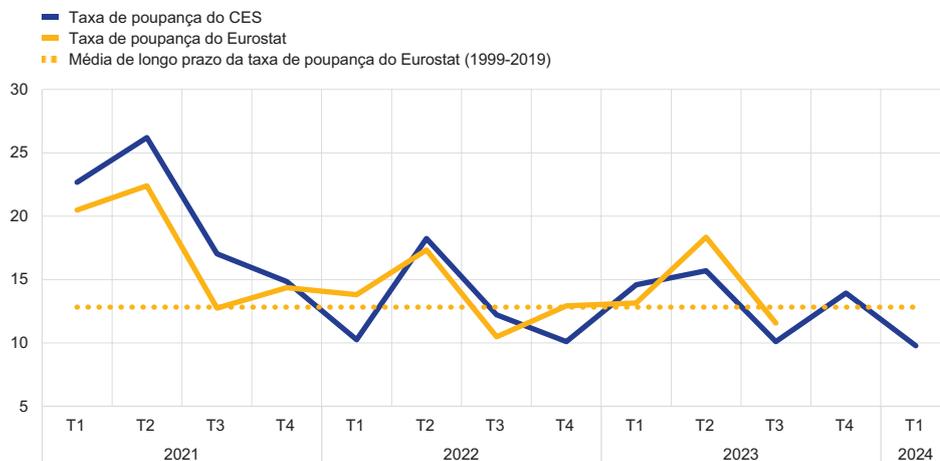
**A decomposição da taxa de poupança mostra que a descida foi impulsionada maioritariamente pelo aumento da despesa com recreação e viagens, e não com necessidades básicas.** Os microdados do CES permitem realizar uma desagregação pormenorizada da variação da taxa de poupança ao longo dos últimos dois anos, tendo em consideração categorias de rendimento e consumo em diferentes grupos de rendimento. A recente queda na taxa de poupança pode ser imputada, em grande medida, a uma maior preferência das famílias por despesas com recreação e viagens após a pandemia, impulsionada maioritariamente pelas famílias dos grupos de rendimento mais elevado (gráfico C, painel b). A maior despesa com bens duradouros, impulsionada maioritariamente por famílias com rendimentos mais baixos, na sequência da normalização dos estrangulamentos na produção, também contribuiu para a queda da taxa de poupança em 2023, ainda que em menor escala. Em contrapartida, a despesa com bens essenciais, incluindo habitação e produtos alimentares e energéticos, teve um impacto em sentido descendente relativamente modesto nas poupanças das famílias em 2022 e 2023, apesar das subidas substanciais dos preços. Este resultado reflete uma redução tanto na quantidade como na qualidade das compras destas necessidades básicas, em sintonia com as variações no comportamento de despesa das famílias.

## Gráfico C

### Taxa de poupança na área do euro

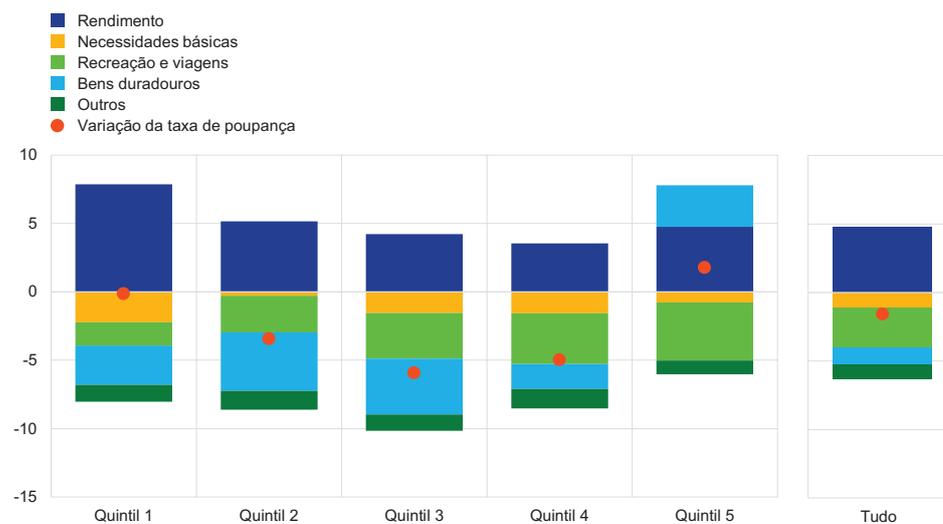
#### a) Taxa de poupança das famílias

(percentagem do rendimento)



#### b) Decomposição da taxa de poupança por quintil de rendimento e tipo de consumo no CES (2023 vs. 2022)

(variação em pontos percentuais)



Fontes: CES, Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: No painel a), a taxa de poupança do CES é definida como o rácio entre a poupança e o rendimento líquido das famílias; a poupança é calculada como o rendimento líquido das famílias menos o consumo. A taxa de poupança do Eurostat é calculada como o rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível bruto das famílias. A linha pontilhada indica a média de longo prazo entre 1999 e 2019. Nenhuma das séries é corrigida de sazonalidade. No painel b), o gráfico mostra a decomposição da taxa de poupança por quintil de rendimento em 2023 à esquerda e a decomposição da taxa de poupança agregada para 2023 à direita. Para os dados do CES, a amostra é constituída pelos primeiros 11 países que aderiram ao euro: Bélgica, Alemanha, Irlanda, Espanha, França, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Áustria, Portugal e Finlândia. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2024 para o CES e ao terceiro trimestre de 2023 para as QSA do Eurostat no painel a) e a 2023 no painel b).

**Relativamente à margem de rendimento, mais de metade dos inquiridos reportou aumentos no rendimento nominal mais baixos do que a inflação em 2023.** Os dados qualitativos do CES indicam que a maioria dos consumidores (54%) reportaram que o seu rendimento aumentou mais lentamente do que a inflação, enquanto 21% afirmaram que o seu rendimento aumentou mais rapidamente do que a inflação e 25% declararam que o seu rendimento diminuiu<sup>7</sup>. Com base nos dados quantitativos da decomposição da taxa de poupança, o aumento do contributo do rendimento em 2023 contrabalançou, em grande medida, o aumento da despesa (gráfico C, painel b). No entanto, os ajustamentos ao rendimento são normalmente os últimos a ocorrer, uma vez que se encontram menos sob o controlo direto das famílias. No que respeita a aspetos distributivos, os maiores ganhos de rendimento foram reportados pelos consumidores nos quintis de rendimentos mais baixos, em linha com as subidas do salário mínimo nos países da área do euro nos últimos dois anos<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Ver a caixa intitulada [Guia sobre a medição do rendimento das famílias](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2023.

<sup>8</sup> Ver igualmente a caixa intitulada [Minimum wages and their role for euro area wage growth](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2022.

## Quais foram os fatores impulsionadores da inflação dos preços dos produtos alimentares na área do euro nos últimos dois anos?

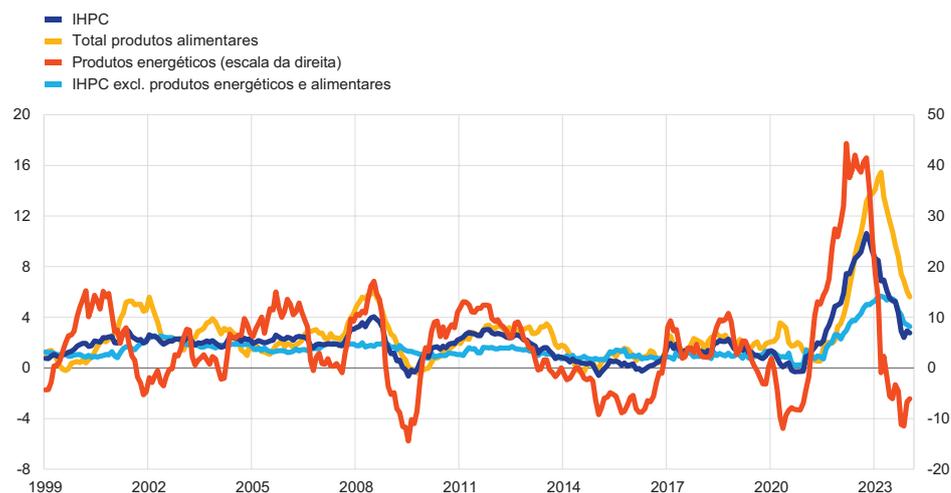
Por Friderike Kuik, Eliza Magdalena Lis, Joan Paredes e Ieva Rubene

**A inflação dos preços dos produtos alimentares foi um dos principais fatores subjacentes à forte subida da inflação global da área do euro em 2022 e também à desinflação após esse momento, logo que a inflação dos produtos alimentares começou a diminuir.** A inflação dos preços dos produtos alimentares aumentou para um máximo histórico de cerca de 15% em março de 2023, superada apenas pelo anterior aumento acentuado da inflação dos preços dos produtos energéticos (gráfico A). Desde então, a inflação dos preços dos produtos alimentares diminuiu, caindo para 5,7% em janeiro de 2024, mas situa-se ainda acima da sua média de longo prazo anterior à pandemia, de 2,1%<sup>1</sup>. Os produtos alimentares representam cerca de 20% da despesa no cabaz do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) global e correspondem, em grande medida, a “necessidades” de consumo. Tal significa que o aumento súbito da inflação dos preços dos produtos alimentares medida pelo IHPC teve implicações para o poder de compra das famílias, afetando, em particular, as famílias com rendimentos mais baixos. A presente caixa analisa os principais fatores subjacentes à recente evolução dos preços dos produtos alimentares.

### Gráfico A

#### Evolução dos preços no consumidor dos produtos alimentares na área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a janeiro de 2024.

<sup>1</sup> Anteriores picos na inflação homóloga dos preços dos produtos alimentares refletiram preocupações de saúde associadas a doenças animais (5,6% no início de 2002) e um aumento dos preços mundiais das matérias-primas alimentares e dos fertilizantes (6,1% em 2008). Para uma análise da evolução dos preços dos produtos alimentares durante a pandemia de COVID-19, ver a caixa intitulada [Recent developments in euro area food prices](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2020, e a caixa intitulada [A subida acentuada da inflação dos preços dos produtos alimentares na área do euro e o impacto da guerra entre a Rússia e a Ucrânia](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2022.

**O forte aumento da inflação dos preços no consumidor dos produtos alimentares entre meados de 2021 e o início de 2023 registou-se em ambas as componentes principais: produtos alimentares transformados e não transformados.**

Os produtos alimentares transformados constituem a maior percentagem das despesas de consumo em produtos alimentares (75%), enquanto os produtos alimentares não transformados representam a restante porção. Os quadros de entradas-saídas do Eurostat sugerem que as estruturas de custos para os setores dos produtos alimentares transformados e não transformados são bastante semelhantes, mas existem algumas diferenças importantes. Os fatores de produção energéticos diretos representam aproximadamente 2% dos fatores de produção não relacionados com o trabalho em termos da produção de produtos alimentares transformados, mas cerca de 7% no caso dos produtos alimentares não transformados. Ao mesmo tempo, o gás e a eletricidade (por oposição ao petróleo) representam uma maior percentagem dos fatores de produção energéticos para os produtos alimentares transformados (cerca de 80%) do que para os produtos alimentares não transformados (cerca de 50%). Além disso, o uso de fertilizantes é quase tão importante para a produção de produtos alimentares não transformados como os fatores de produção energéticos. Acresce que os preços dos produtos alimentares não transformados são, no geral, mais fortemente influenciados por fatores sazonais, incluindo condições meteorológicas adversas. Por último, para ambas as componentes, os fatores de produção intermédios de produtos alimentares incluem uma grande percentagem de custos dos fatores de produção não relacionados com o trabalho (em torno de 40% para os produtos alimentares não transformados e 50% para os produtos alimentares transformados), o que significa que a evolução dos preços dos produtos alimentares pode ter importantes efeitos de repercussão intrassetorial.

**Uma subida extraordinária dos custos dos produtos energéticos foi o principal fator subjacente ao aumento da inflação dos preços no consumidor dos produtos alimentares em 2021 e 2022.**

No decurso de 2021, os preços do petróleo aumentaram fortemente à medida que a economia mundial começava a recuperar dos efeitos da pandemia de coronavírus (COVID-19), enquanto a oferta de petróleo se manteve restringida. Além disso, no verão de 2021, os preços por grosso do gás na Europa aumentaram acentuadamente, refletindo uma combinação de fatores do lado da oferta e da procura. Esta evolução foi agravada no início de 2022 pela invasão da Ucrânia pela Rússia<sup>2</sup>. A subida dos preços das matérias-primas energéticas conduziu a um subsequente aumento substancial dos preços no produtor dos produtos energéticos e dos preços dos fertilizantes, estreitamente ligados ao preço do gás (gráfico B). A dimensão deste aumento dos preços no produtor dos produtos energéticos foi excepcionalmente elevada em termos históricos. A subida foi especialmente forte no caso do gás e da eletricidade, tendo os preços por grosso do gás atingido um pico em setembro de 2022 correspondendo a uma subida de 440% face ao nível de dezembro de 2020. De acordo com os quadros de entradas-saídas do Eurostat para 2019, estima-se que os custos dos produtos energéticos representem cerca de 3% dos custos

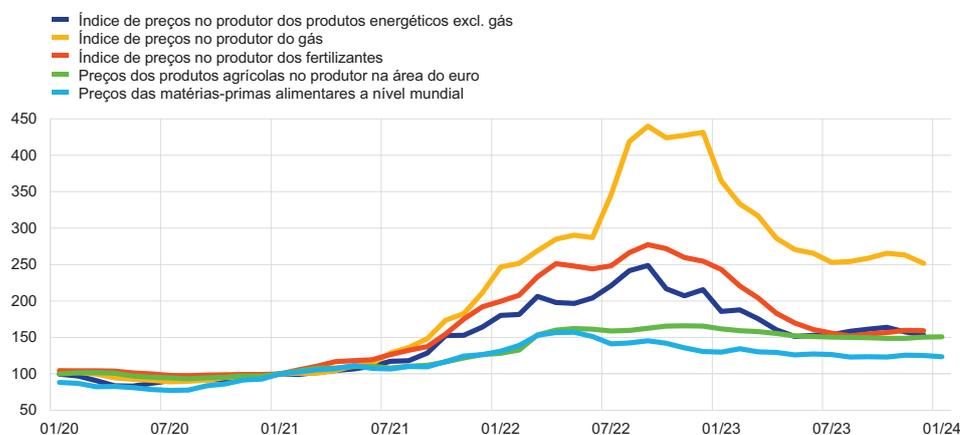
<sup>2</sup> Para uma análise mais pormenorizada da evolução dos preços dos produtos energéticos em 2021-2022, ver o artigo intitulado [Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2022.

totais dos fatores de produção não relacionados com o trabalho do setor alimentar. Embora esta percentagem possa parecer reduzida, a dimensão considerável do choque sobre os preços dos produtos energéticos implicou aumentos significativos dos custos globais de produção. No seu pico, os preços no produtor de produtos energéticos (que incluem principalmente eletricidade, gás e ar condicionado) aumentaram quase 280% face ao nível de dezembro de 2020. Esse aumento implicaria uma subida de cerca de 9% dos custos totais dos fatores de produção não relacionados com o trabalho no setor alimentar (apenas para este choque específico sobre os custos dos fatores de produção).

## Gráfico B

### Evolução dos principais custos dos fatores de produção para os preços no consumidor dos produtos alimentares

(índice: janeiro de 2021 = 100)



Fontes: Eurostat, Instituto de Economia Internacional de Hamburgo, BCE e cálculos do BCE.

Notas: Os índices de preços no produtor referem-se à área do euro; os preços das matérias-primas alimentares a nível mundial são expressos em euros. As últimas observações referem-se a dezembro de 2023 para os índices de preços no produtor e a janeiro de 2024 para os preços dos produtos agrícolas no produtor na área do euro e para as matérias-primas alimentares a nível mundial.

**Os aumentos dos preços das matérias-primas alimentares a nível mundial e dos preços dos produtos agrícolas no produtor na área do euro também deram um contributo substancial, refletindo em parte os efeitos indiretos dos preços mundiais mais elevados dos produtos energéticos, bem como outros fatores<sup>3</sup>.** Após uma queda para níveis reduzidos durante a fase inicial da pandemia, os preços das matérias-primas alimentares a nível mundial, em particular o milho, o trigo e as sementes de soja, começaram a recuperar no segundo semestre de 2020 e continuaram a aumentar acentuadamente ao longo de 2021. Esta subida refletiu uma recuperação da procura de alimentação animal na China, a escassez da oferta impulsionada, em parte, pelas condições meteorológicas na América do Sul, e o aumento dos custos dos produtos energéticos<sup>4</sup>. Os preços do trigo dispararam,

<sup>3</sup> A principal diferença entre os preços das matérias-primas alimentares a nível mundial e dos produtos agrícolas no produtor na área do euro é que os primeiros são transacionados nos mercados financeiros mundiais, enquanto os últimos são preços pagos aos agricultores na área do euro “à saída da exploração agrícola” (ou seja, quando os produtos são transportados para fora da exploração agrícola). Os preços no produtor são comunicados pelos Estados-Membros da UE à Direção-Geral de Agricultura e Desenvolvimento Rural da Comissão Europeia e agregados pelo BCE para a área do euro.

<sup>4</sup> Ver [Commodity Markets Outlook: Urbanization and Commodity Demand](#), Grupo do Banco Mundial, Washington, DC, outubro de 2021. Propriedade: Creative Commons Attribution (CC BY 3.0 IGO).

em particular após o início da guerra da Rússia contra a Ucrânia, o que suscitou preocupações a nível mundial quanto à oferta de cereais por parte destes dois países. Consequentemente, e refletindo a evolução das matérias-primas alimentares a nível mundial, bem como os custos mais elevados dos produtos energéticos e dos fertilizantes, os preços dos produtos agrícolas no produtor na área do euro aumentaram substancialmente. A subida foi mais acentuada no caso dos cereais, refletindo predominantemente os preços do trigo, seguido de preços mais elevados para a carne e os laticínios, uma vez que o milho é um alimento importante para os animais de criação. Estes aumentos dos preços dos produtos agrícolas no produtor na área do euro contribuíram para a subida dos preços no produtor para a indústria alimentar, que já enfrentava custos energéticos diretos de produção mais elevados. Com o início do abrandamento dos preços dos produtos energéticos e das matérias-primas alimentares a nível mundial em meados de 2022, as pressões sobre os preços dos fatores de produção diminuíram. Porém, os preços dos produtos agrícolas no produtor na área do euro permaneceram elevados, o que, em parte, pode ter refletido preços da carne persistentemente mais elevados, mas também outros fatores internos<sup>5</sup>. As pressões adicionais em sentido ascendente sobre os preços das matérias-primas alimentares a nível mundial e os preços dos produtos agrícolas no produtor na área do euro resultaram de fenómenos meteorológicos mundiais e locais desfavoráveis, cuja frequência está a aumentar gradualmente devido às alterações climáticas. Parte destas pressões em sentido ascendente foi subseqüentemente transmitida aos preços no consumidor<sup>6</sup>. Em termos gerais, embora o aumento dos preços no consumidor dos produtos alimentares tenha sido generalizado a várias rubricas, foi mais forte nas que estão mais estreitamente ligadas às matérias-primas alimentares e com elevado consumo de energia.

**O papel importante dos custos dos produtos energéticos e, em menor grau, das matérias-primas alimentares é corroborado pelos resultados dos modelos (gráfico C).** De acordo com um modelo de vetores autorregressivos bayesiano (BVAR), o desvio da inflação dos produtos alimentares em relação à sua média de mais longo prazo ao longo dos últimos dois anos foi significativamente impulsionado pelos custos mais elevados dos produtos energéticos. Os preços das matérias-primas alimentares a nível mundial (em euros) e os preços dos produtos agrícolas no produtor na área do euro foram também fatores impulsionadores

---

<sup>5</sup> Os preços da carne de suíno e de bovino mantiveram-se elevados devido à diminuição da oferta interna.

<sup>6</sup> O efeito de condições meteorológicas extremas poderá materializar-se parcialmente através dos preços das matérias-primas alimentares, especialmente se estiver relacionado com eventos fora da Europa. Por exemplo, existe evidência de que o fenómeno El Niño de 2023-2024 (um fenómeno climático que decorre de causas naturais e que pode resultar em condições meteorológicas extremas) está a afetar os preços das matérias-primas alimentares a nível mundial (ver a caixa intitulada [Riscos decorrentes do El Niño para os preços mundiais das matérias-primas alimentares](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2023). No entanto, condições meteorológicas extremas na Europa podem também ter um impacto direto nos preços no consumidor dos produtos alimentares, especialmente para os produtos sem um mercado mundial. Tal pode dizer respeito, por exemplo, aos preços dos frutos ou produtos hortícolas frescos. Por exemplo, estima-se que o calor extremo em toda a Europa no verão de 2022 tenha acrescentado cerca de 0,8 pontos percentuais aos preços no consumidor dos produtos alimentares da área do euro após um ano (ver Kuik, F., Modery, W., Nickel, C. e Parker, M., [The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy](#), *Blogue do BCE*, 12 de dezembro de 2023). Para mais dados, ver também a caixa intitulada [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2024.

importantes<sup>7</sup>. O impacto dos preços dos produtos agrícolas no produtor na área do euro ilustrado no modelo é o que resta após ter em conta o impacto dos preços no produtor dos produtos energéticos. Do mesmo modo, o impacto dos preços no produtor do setor alimentar da área do euro mostra o contributo deste setor para os preços no consumidor após ter em conta o impacto dos preços dos produtos energéticos, das matérias-primas alimentares a nível mundial e dos produtos agrícolas no produtor. Tal significa que o contributo dos preços no produtor do setor alimentar apresentado no gráfico C reflete fatores resultantes da componente referente à indústria transformadora dos preços no consumidor dos produtos alimentares não relacionados com os preços dos fatores de produção dos produtos energéticos e alimentares. De um modo geral, considerando este contributo em conjunto com o restante contributo por explicar do modelo, uma parte significativa da subida acentuada da inflação dos preços dos produtos alimentares está ainda por explicar<sup>8</sup>. Tal pode refletir características que não são explicitamente modelizadas devido à escassez de dados adequados, por exemplo, para fatores internos como os salários e os lucros. Estes fatores são relevantes quer para a componente da indústria transformadora quer para a componente da distribuição e venda a retalho dos preços dos produtos alimentares no consumidor. O modelo pode também não captar quaisquer impactos não lineares da subida acentuada dos custos dos produtos energéticos nos preços dos produtos alimentares.

---

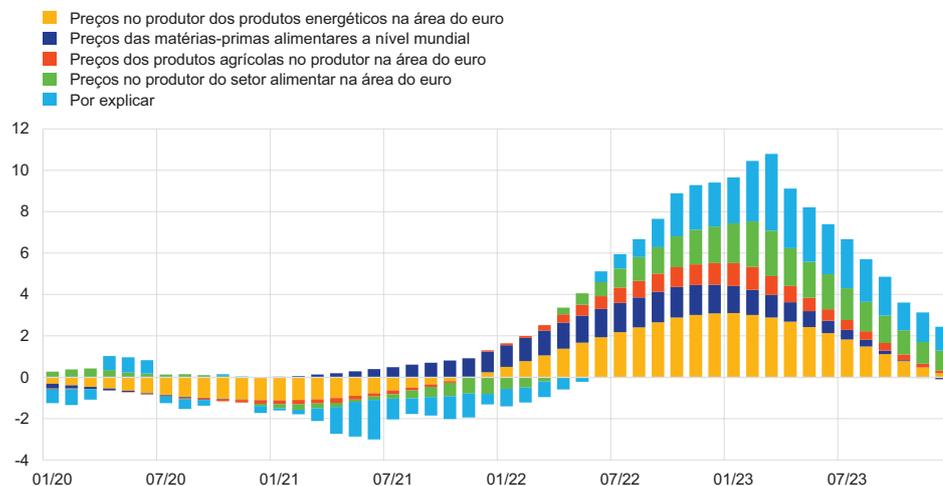
<sup>7</sup> Porém, o contributo dos preços das matérias-primas alimentares a nível mundial pode também refletir, em parte, os preços mundiais mais elevados dos produtos energéticos. Além disso, dado que para a análise de modelos as matérias-primas alimentares mundiais são denominadas em euros, o contributo de acordo com o modelo pode também refletir o impacto das flutuações da taxa de câmbio.

<sup>8</sup> Mesmo tendo em conta um maior número de choques identificados (incluindo os preços dos produtos energéticos e das matérias-primas alimentares), um estudo recente conclui também que uma grande parte do aumento acentuado da inflação dos produtos alimentares permanece por explicar (ver Bańbura, M., Bobeica, E. e Hernández, C. M., [What drives core inflation? The role of supply shocks](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2875, BCE, novembro de 2023).

## Gráfico C

### Perspetiva baseada em modelos dos fatores impulsionadores dos preços no consumidor dos produtos alimentares na área do euro

(contributos em pontos percentuais para os desvios da média de longo prazo)



Fonte: Cálculos do BCE.

Notas: O gráfico mostra uma decomposição baseada no modelo BVAR dos fatores subjacentes ao desvio da inflação dos produtos alimentares da área do euro em relação à sua média de longo prazo (e condição inicial), utilizando o conjunto de ferramentas BEAR (*Bayesian Estimation, Analysis and Regression*) do BCE. Os custos dos produtos energéticos são aproximados pelo índice de preços no produtor da área do euro para o setor dos produtos energéticos. Os preços das matérias-primas alimentares a nível mundial (em euros) provêm do Instituto de Economia Internacional de Hamburgo; os preços dos produtos agrícolas no produtor na área do euro provêm do BCE, com base em dados da Comissão Europeia. A identificação dos fatores impulsionadores segue a decomposição de Choleski, como apresentado em Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. e Onorante, L., "Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy", *International Journal of Central Banking*, vol. 8, março de 2012, pp. 179-218, que impõe a seguinte ordem de inovações: preços das matérias-primas alimentares a nível mundial, preços no produtor dos produtos energéticos na área do euro, preços dos produtos agrícolas no produtor na área do euro, preços no produtor no setor alimentar, preços no consumidor. Esta ordem está em linha com o pressuposto relativo à cadeia de preços. Amostra utilizada na estimativa de dezembro de 1996 a dezembro de 2023.

**Fatores internos – tais como a evolução dos salários e dos lucros – surgiram gradualmente como fatores cada vez mais importantes subjacentes à subida dos preços no consumidor dos produtos alimentares.** A desagregação baseada em modelos sugere que os preços dos fatores de produção relacionados com produtos energéticos e produtos alimentares não podem explicar totalmente a subida acentuada e os subsequentes níveis elevados da inflação no consumidor dos produtos alimentares aproximadamente a partir do segundo semestre de 2022 (ver "por explicar" no gráfico C). Como acima discutido, uma explicação plausível é o contributo de fatores internos. Por exemplo, para compensar as perdas de rendimento real por parte dos trabalhadores, os salários nos setores agrícola e da indústria alimentar aumentaram, respetivamente, 6,2% e 3,5% em termos homólogos em 2022 e de novo um pouco mais de 5% em ambos os setores nos três primeiros trimestres de 2023 (gráfico D)<sup>9</sup>. Do mesmo modo, os salários no setor dos transportes e armazenagem, que é uma componente importante da cadeia de distribuição alimentar, aumentaram 4,3% em 2022 e 6,3% nos três primeiros trimestres de 2023. Tal significa que o crescimento dos salários nestes setores, refletindo em parte aumentos dos salários mínimos, foi ligeiramente superior ao

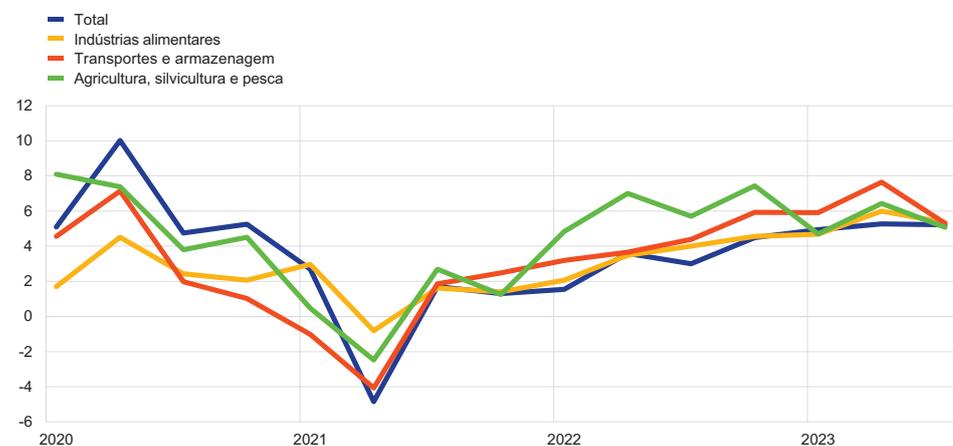
<sup>9</sup> Este valor compara com um aumento anual médio dos ordenados e salários dos setores da agricultura e da indústria alimentar de 1,6% e 1,9%, respetivamente, entre 2009 e 2019. Os cálculos têm por base dados do Eurostat.

crescimento dos salários no total da economia<sup>10</sup>. Apesar de os dados das contas nacionais mostrarem que os lucros unitários no setor agrícola aumentaram fortemente, os dados relativos aos lucros no setor da indústria alimentar e no setor retalhista alimentar são escassos. Embora os volumes vendidos (medidos pelo índice do volume de negócios deflacionado das vendas a retalho de produtos alimentares e bebidas) tenham diminuído ligeiramente no período de inflação elevada, no final de 2023 situavam-se apenas 1% abaixo do nível de 2019, ainda que o nível de preços tenha sido, em média, 26% mais elevado do que em 2019. Tal poderá sugerir uma reação lenta da procura às variações dos preços no setor alimentar.

### Gráfico D

Evolução dos salários em determinados setores relevantes para os preços no consumidor dos produtos alimentares

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2023. Os dados relativos aos setores da indústria transformadora e dos transportes e armazenagem referem-se a ordenados e salários brutos por hora trabalhada (estatísticas conjunturais do Eurostat), enquanto os dados para o total e para o setor da agricultura, silvicultura e pesca se referem à remuneração por hora trabalhada (das contas nacionais).

**Em suma, a inflação dos preços dos produtos alimentares da área do euro começou por aumentar acentuadamente devido aos preços elevados dos produtos energéticos e das matérias-primas alimentares, enquanto os fatores internos contribuíram para a sua manutenção em níveis elevados mais recentemente.** Os choques excecionais, impulsionados sobretudo a nível externo, sobre os preços dos produtos energéticos e das matérias-primas alimentares estão a desvanecer-se, o que deverá contribuir para uma moderação da inflação dos preços dos produtos alimentares no decurso do corrente ano. Prevê-se que este abrandamento seja gradual, tendo em conta o forte crescimento dos salários, em especial dado os aumentos dos salários mínimos.

<sup>10</sup> Em 2022 e, em particular, em 2023, os salários mínimos aumentaram em muitos países da área do euro e contribuíram para o crescimento global dos salários. Ver a caixa intitulada [Minimum wages and their role for euro area wage growth](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2022.

## 5 **Análise atualizada da exatidão das projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema/BCE publicadas recentemente para a inflação de curto prazo**

**Por Mohammed Chahad, Anna Hofmann-Drahonsky, Catalina Martínez Hernández e Adrian Page**

### **A previsão da inflação tem sido extremamente desafiante nos últimos anos devido aos grandes choques que atingiram a economia da área do euro.**

A série de choques fora do comum observados após 2019 – incluindo a pandemia de coronavírus (COVID-19) e a guerra da Rússia contra a Ucrânia – levaram a um aumento da inflação. Estes choques revestiram-se de natureza excepcional e tiveram tamanha dimensão que a avaliação em tempo real da sua transmissão à economia e aos preços no consumidor originou sérias dificuldades. Acima de tudo, vários choques encontravam-se fora das distribuições históricas, limitando seriamente a extrapolação de padrões passados. A fim de fornecer uma melhor indicação da incerteza envolvida, as projeções dos especialistas do Eurosistema/BCE começaram a definir cenários alternativos durante este período<sup>1</sup>.

### **Os erros nas projeções elaboradas por especialistas para a inflação de curto prazo aumentaram a partir do segundo semestre de 2021, caindo depois significativamente em 2023.**

Em 2022, o BCE publicou uma análise das razões da deterioração observada no desempenho preditivo das projeções de inflação elaboradas por especialistas em meados de 2021<sup>2</sup>. Em 2023, uma análise mais aprofundada fez o balanço do impacto que a guerra na Ucrânia e os choques sobre o aprovisionamento energético daí resultantes tiveram na exatidão das projeções em 2022<sup>3</sup>. Essas análises sublinharam a existência de grandes erros generalizados nas projeções para a inflação, não só entre analistas, mas também entre economias. Tal salientou o papel dominante desempenhado por fatores mundiais no contexto dos picos sem precedentes dos preços das matérias-primas (especialmente no que respeita à energia). No entanto, a proporção de erros de projeção totais decorrentes dos preços das matérias-primas energéticas ou de

<sup>1</sup> Em 2020 e 2021, cada conjunto de projeções trimestrais elaboradas por especialistas incluiu análises de cenários baseadas em pressupostos alternativos relativos à evolução futura da pandemia de COVID-19 e às suas consequências económicas. Em 2022, os cenários alternativos centraram-se nas consequências económicas da guerra na Ucrânia, especialmente no que diz respeito às incertezas quanto ao aprovisionamento energético. Mais recentemente, a análise de cenários centrou-se em riscos mais específicos, como um abrandamento da economia chinesa ou uma potencial intensificação do conflito na região do mar Vermelho.

<sup>2</sup> Ver a caixa intitulada [What explains recent errors in the inflation projections of Eurosystem and ECB staff?](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2022. Ver igualmente o artigo intitulado [The performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections since the financial crisis](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2019. Adicionalmente, a [base de dados completa das anteriores projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE e do Eurosistema](#) encontra-se disponível ao público no portal de dados do BCE, permitindo o fácil acesso dos investigadores ao desempenho das projeções. Os processos e ferramentas utilizados na elaboração das projeções dos especialistas encontram-se descritos num [guia](#) disponível no sítio do BCE.

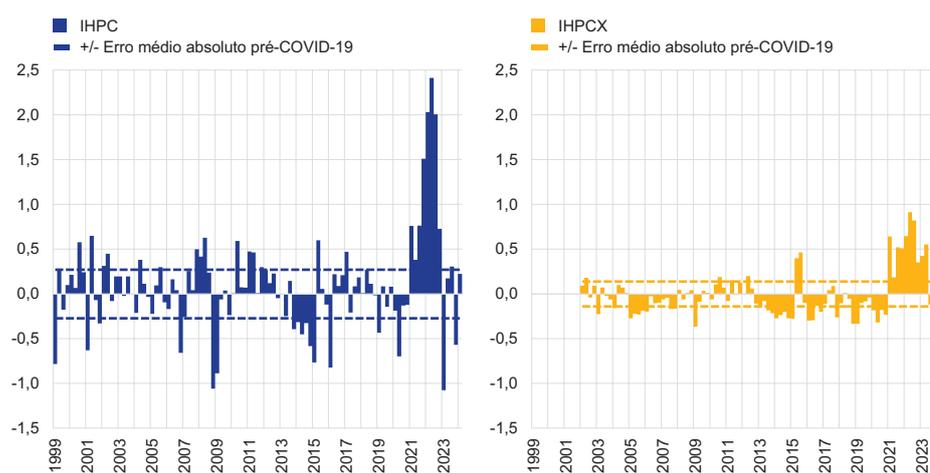
<sup>3</sup> Ver a caixa intitulada [An updated assessment of short-term inflation projections by Eurosystem and ECB staff](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2023.

outros pressupostos condicionantes (conforme quantificados por instrumentos normalizados do Eurosistema/BCE) diminuiu no decurso de 2022. Esta evolução sublinhou o papel de outros choques excecionais, como os decorrentes da reabertura da economia após a pandemia e dos estrangulamentos na cadeia de oferta mundial, que afetaram sobretudo a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor excluindo produtos alimentares e produtos energéticos (IHPCX). A presente caixa atualiza essas análises, centrando-se no período mais recente. O gráfico A apresenta os erros com um trimestre de antecedência (calculados como os resultados observados de um determinado trimestre menos a projeção relevante) tanto para a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) como para a inflação medida pelo IHPCX. Mostra que a deterioração acentuada observada no desempenho das previsões durou de meados de 2021 até ao início de 2023. Desde então, a exatidão das projeções elaboradas por especialistas regressou, de um modo geral, aos níveis observados antes da COVID-19, em especial no que respeita à inflação medida pelo IHPC<sup>4</sup>. No que respeita à inflação medida pelo IHPCX, os erros observados em 2023 foram menores, mas ainda um pouco elevados em termos históricos. Tendo em conta os dados disponíveis para os dois primeiros meses de 2024, se se pressupuser que a inflação permanecerá inalterada em março de 2024, daí resultará um erro de previsão de -0,2 pontos percentuais para a inflação medida pelo IHPC no primeiro trimestre de 2024, ao passo que os resultados observados da inflação medida pelo IHPCX estarão em consonância com as projeções dos especialistas do Eurosistema/BCE.

### Gráfico A

#### Erros com um trimestre de antecedência nas projeções para a inflação elaboradas por especialistas do Eurosistema/BCE

(pontos percentuais)



Fontes: Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema/BCE e Eurostat.

Notas: Um erro é definido como o resultado observado para um determinado trimestre menos a projeção para esse trimestre no trimestre anterior (por exemplo, o resultado para o quarto trimestre de 2022 menos o valor projetado para esse trimestre nas projeções macroeconómicas de setembro de 2022 elaboradas por especialistas do BCE). Os dados para o primeiro trimestre de 2024 representam erros médios com base nos dados publicados disponíveis (que abrangem apenas janeiro e fevereiro de 2024) e pressupõem que as taxas de inflação se mantêm inalteradas em março de 2024.

<sup>4</sup> Pode observar-se uma evolução semelhante no horizonte com uma antecedência de quatro trimestres. Os erros com quatro trimestres de antecedência na inflação medida pelo IHPC – e, em menor medida, na inflação medida pelo IHPCX – também diminuíram em 2023, situando-se agora próximo dos níveis anteriores à pandemia.

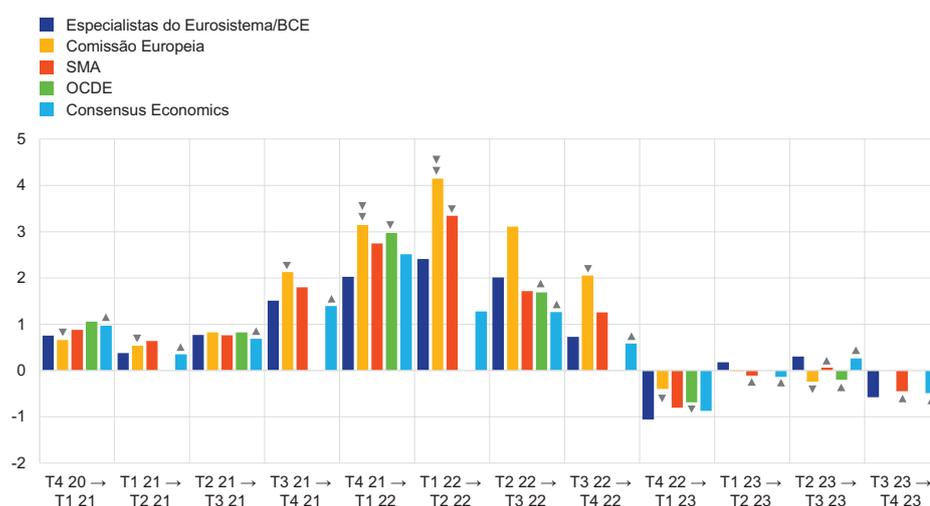
## As previsões de inflação para a área do euro produzidas por outras instituições internacionais e analistas privados também melhoraram em termos de exatidão ao longo do último ano.

As projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema/BCE e outros analistas têm sido muito semelhantes em termos quer do sinal quer da magnitude dos erros de previsão para a inflação de curto prazo (gráfico B). Quando se comparam essas projeções, é importante ter em conta diferenças nas datas de publicação das várias previsões (que implicam diferenças nos conjuntos de dados ao dispor dos analistas), como indicado pelas setas no gráfico B. As previsões dos principais analistas ficaram muito aquém do aumento da inflação em 2021-2022, tendo estes sido surpreendidos pela velocidade do declínio da inflação no primeiro trimestre de 2023. Desde então, observam-se erros consideravelmente menores e menos sistemáticos.

### Gráfico B

Erros com um trimestre de antecedência nas projeções para a inflação medida pelo IHPC elaboradas por diferentes analistas

(pontos percentuais)



Fontes: Projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema/BCE, Consensus Economics, inquérito aos analistas monetários (*Survey of Monetary Analysts – SMA*), Comissão Europeia, OCDE e Eurostat.

Notas: "Erro" corresponde ao resultado observado menos a projeção. As legendas no eixo horizontal indicam o trimestre em que as projeções foram publicadas e o trimestre a que se referem (ou seja, "T4 20 → T1 21" refere-se às projeções para o primeiro trimestre de 2021 publicadas no quarto trimestre de 2020). Para os analistas que não os especialistas do Eurosistema/BCE, são apresentados erros nas publicações com uma data de fecho próxima da das projeções relevantes dos especialistas do Eurosistema/BCE. Para o SMA, os dados representam a mediana das respostas dos inquiridos; para a Consensus Economics, os dados representam a média. As setas por cima/baixo das barras indicam diferenças no número de meses de dados do IHPC disponíveis na data de fecho para cada publicação em relação às projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema/BCE: uma seta em sentido ascendente indica um mês adicional de dados, uma seta em sentido descendente significa menos um mês e duas setas em sentido descendente significam menos dois meses. As projeções trimestrais da OCDE só estão disponíveis duas vezes por ano, pelo que não são registados erros no primeiro e terceiro trimestres. No que se refere às previsões para o quarto trimestre de 2023, a Comissão Europeia não publicou projeções trimestrais nas suas previsões do verão de 2023, pelo que não é apresentado qualquer erro para esse trimestre. A data de fecho dos dados incluídos nas projeções de setembro de 2023 elaboradas por especialistas do BCE foi 30 de agosto de 2023. Embora corresponda a um dia antes da publicação da estimativa provisória da inflação medida pelo IHPC da área do euro em agosto de 2023, foram incluídas divulgações de estimativas provisórias para cinco países da área do euro (abrangendo 45% do IHPC total da área do euro), pelo que o valor utilizado não se desviou, em última instância, da estimativa provisória do Eurostat para a inflação global medida pelo IHPC.

### Os fatores que causaram erros de projeção mudaram ao longo do tempo.

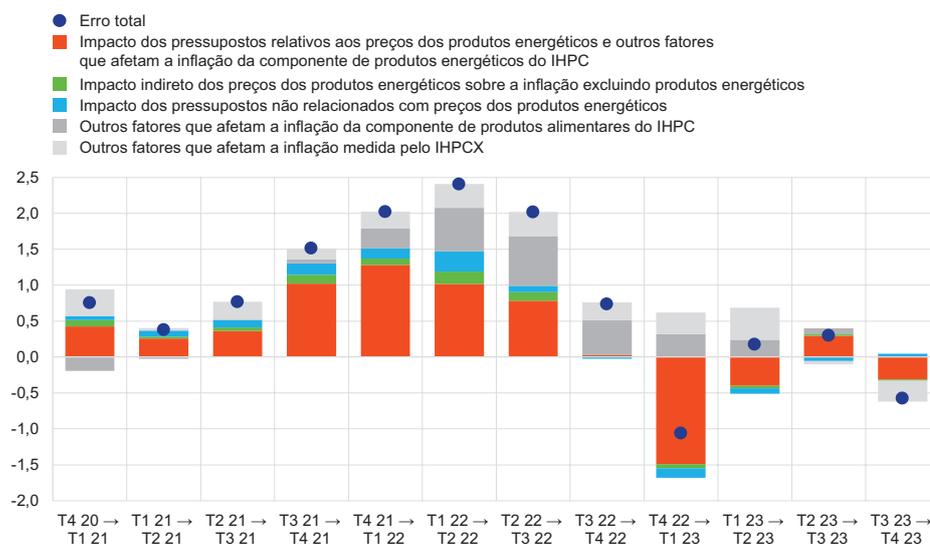
O gráfico C desagrega os erros de projeção para a inflação medida pelo IHPC por fator impulsor. Os preços dos produtos energéticos causaram a maior parte dos erros até ao início de 2022. Nessa altura, uma subida inesperada dos preços dos produtos alimentares começou também a desempenhar um papel importante (como demonstrado pelas barras a cinzento escuro, que indicam, com base nas elasticidades normais, o contributo dos erros na previsão da inflação dos preços

dos produtos alimentares medida pelo IHPC que não são explicados por erros nos pressupostos)<sup>5</sup>. Os erros na inflação medida pelo IHPCX também tiveram um impacto considerável até ao segundo trimestre de 2023. Em 2023, os preços dos produtos energéticos começaram novamente a causar erros significativos, mas desta vez foi a velocidade da sua descida o fator inesperado.

### Gráfico C

#### Decomposição dos recentes erros nas projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema/BCE para a inflação medida pelo IHPC com um trimestre de antecedência

(pontos percentuais)



Fonte: Cálculos do BCE.

Notas: "Erro total" corresponde ao resultado observado menos a projeção. As legendas no eixo horizontal indicam o trimestre em que as projeções foram publicadas e o trimestre a que se referem (ou seja, "T4 20 → T1 21" refere-se às projeções para o primeiro trimestre de 2021 publicadas no quarto trimestre de 2020). "Impacto indireto dos preços dos produtos energéticos sobre a inflação excluindo produtos energéticos" é a soma dos efeitos indiretos dos preços do petróleo, do gás e da eletricidade. Relativamente ao petróleo, estes têm por base as elasticidades obtidas a partir dos modelos macroeconómicos dos especialistas do Eurosistema e, no caso do gás e da eletricidade, estes pressupõem uma elasticidade proporcional ao choque dos preços do petróleo. "Impacto dos pressupostos não relacionados com preços dos produtos energéticos" está relacionado com pressupostos sobre taxas de juro de curto e longo prazo, preços dos mercados bolsistas, procura externa, preços das exportações dos concorrentes, preços dos produtos alimentares e taxa de câmbio.

**Inicialmente, erros nos pressupostos relativos aos preços das matérias-primas explicaram a maior parte dos erros nas projeções da inflação da componente de produtos energéticos do IHPC, mas, mais tarde, a natureza cada vez mais complexa da transmissão dos preços dos produtos energéticos começou a desempenhar um papel mais importante.** Quando são produzidas projeções elaboradas por especialistas, as expectativas do mercado relativamente a várias variáveis-chave (incluindo as subjacentes aos preços dos futuros das matérias-primas energéticas) são utilizadas como pressupostos condicionantes. Em momentos menos excecionais, estes "pressupostos técnicos" – em particular, os pressupostos relativos aos preços do petróleo – explicam a grande maioria

<sup>5</sup> Ver a caixa intitulada "Quais foram os fatores impulsionadores da inflação dos preços dos produtos alimentares na área do euro nos últimos dois anos?" na presente edição do *Boletim Económico*.

dos erros observados na previsão da inflação dos produtos energéticos<sup>6</sup>. Dado que os preços do gás se têm tornado cada vez mais dissociados dos preços do petróleo, os modelos de projeção dos especialistas do Eurosistema foram atualizados de modo a incluir os preços do gás como um canal distinto, separado dos preços do petróleo. O gráfico D apresenta uma desagregação dos erros nas projeções para a inflação dos produtos energéticos (refletindo as barras a vermelho apresentadas no gráfico C) com base nestes modelos ajustados. Ao contrário de períodos anteriores, os preços do petróleo desempenharam um papel relativamente limitado na explicação dos erros ao longo dos últimos anos, enquanto os erros nos pressupostos condicionantes dos preços do gás foram significativos. No entanto, o gráfico D também mostra que, mesmo com uma previsão perfeita no que respeita às trajetórias das matérias-primas dos preços do petróleo e do gás, os modelos continuariam a gerar uma projeção significativamente aquém do resultado da inflação dos produtos energéticos em 2022 e uma projeção fortemente superior à inflação observada no primeiro trimestre de 2023 (como ilustrado pelas barras a azul, que cobrem todos os erros não explicados por pressupostos técnicos). Tal reflete provavelmente a complexidade da fixação dos preços no consumidor do gás e da eletricidade nos vários países da área do euro, agravada por medidas de política orçamental abrangentes destinadas a limitar o impacto dos choques sobre os preços dos produtos energéticos<sup>7</sup>. Pode também refletir não linearidades na transmissão dos preços das matérias-primas aos preços no consumidor, que poderão ter sido consideráveis durante este período.

---

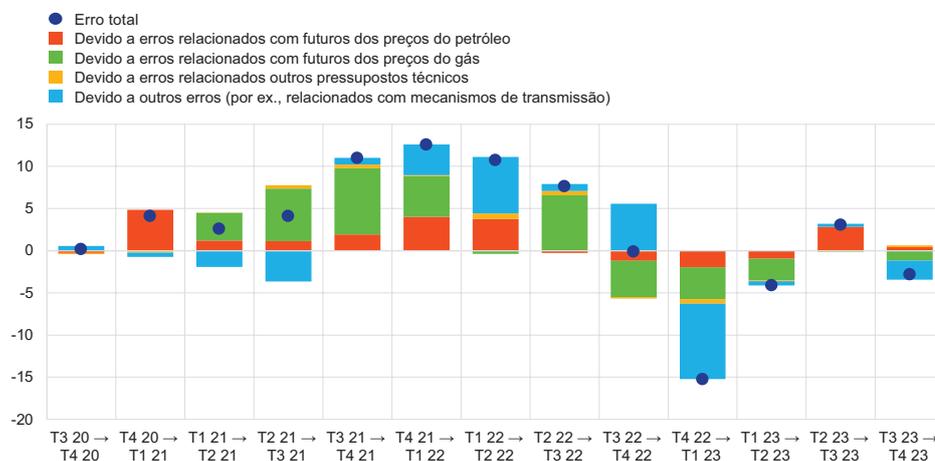
<sup>6</sup> Entre o quarto trimestre de 2001 e o quarto trimestre de 2019 (ou seja, anterior à pandemia de COVID-19), a percentagem mediana dos erros de projeção totais com um trimestre de antecedência para a inflação da componente de produtos energéticos do IHPC explicada por erros nos pressupostos relativos aos preços do petróleo foi de cerca de 90%; entre o primeiro trimestre de 2020 e o quarto trimestre de 2023, essa percentagem mediana diminuiu para cerca de 40%.

<sup>7</sup> Ver o artigo intitulado [Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2022; a caixa intitulada [Climate-related policies in the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections for the euro area and the macroeconomic impact of green fiscal measures](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2023; e a caixa intitulada [Fiscal policy measures in response to the energy and inflation shock and climate change](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2024.

## Gráfico D

Decomposição dos recentes erros na projeção com um mês de antecedência para a inflação da componente de produtos energéticos do IHPC nas projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema/BCE

(pontos percentuais)



Fonte: Cálculos do BCE.

Notas: "Erro total" corresponde ao resultado observado menos a projeção. As legendas no eixo horizontal indicam o trimestre em que as projeções foram publicadas e o trimestre a que se referem (ou seja, "T4 20 → T1 21" refere-se às projeções para o primeiro trimestre de 2021 publicadas no quarto trimestre de 2020). A decomposição baseia-se nas elasticidades atualizadas calculadas a partir dos modelos de projeções macroeconómicas de especialistas do Eurosistema no final de 2023.

**Uma desagregação histórica da inflação medida pelo IHPCX confirma o grande contributo dos efeitos indiretos dos picos dos preços dos produtos energéticos após a pandemia e aponta para uma transmissão sem precedentes desses choques excepcionalmente elevados.** À luz dos aumentos inesperadamente

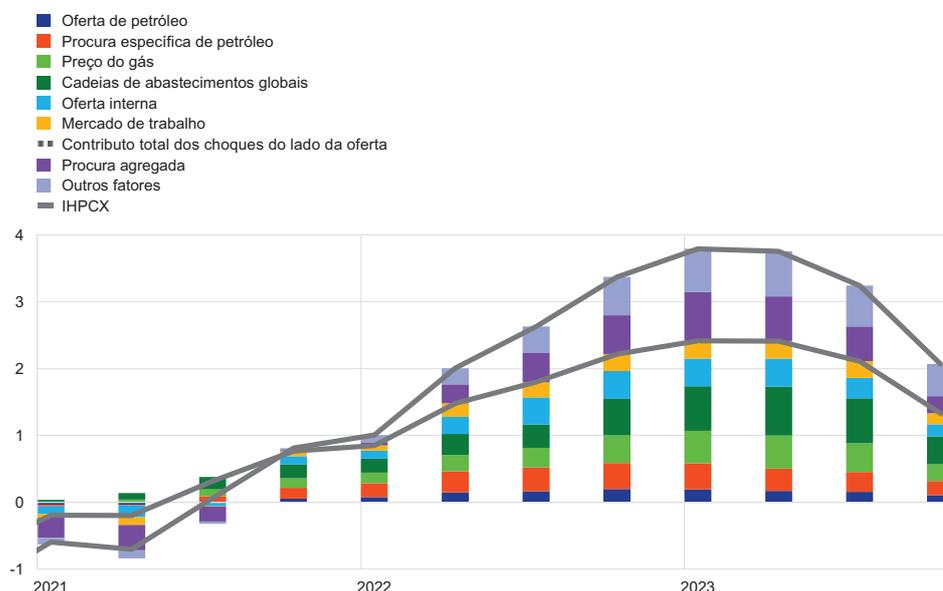
fortes da inflação medida pelo IHPCX no passado recente, os especialistas do BCE desenvolveram um grande modelo de vetores autorregressivos estruturais bayesiano, que identifica um vasto conjunto de choques sobre a procura e a oferta<sup>8</sup>. Uma decomposição histórica baseada neste modelo mostra que o aumento da inflação medida pelo IHPCX após a pandemia resultou de uma "tempestade perfeita" de choques (gráfico E). Os choques do lado da oferta, em particular os efeitos indiretos decorrentes dos picos sem precedentes dos preços do gás e das perturbações nas cadeias de abastecimento mundiais, foram responsáveis pela maior parte do aumento pós-pandemia da inflação medida pelo IHPCX. No entanto, os choques sobre a procura foram também um importante fator impulsionador dessa dinâmica pós-pandemia, devido à recuperação da procura interna e mundial após a reabertura da economia, ainda que apenas a partir de 2022. Na sequência da adoção de medidas de política monetária por parte do BCE, o contributo dos choques sobre a procura agregada começou a diminuir em 2023, ajudando a reduzir a inflação. Como se mostra no gráfico E, a percentagem da dinâmica do IHPCX total que não pode ser explicada pelo modelo ("Outros fatores") aumenta significativamente a partir de 2022. Tal poderá apontar para uma transmissão não linear dos grandes choques observados em 2021 que não podem ser captados através de modelos lineares normalizados. Os dados deste modelo demonstram a importância de incluir indicadores das cadeias de abastecimento mundiais e dos preços do gás na modelização e projeção da inflação na área do euro, bem como de considerar abordagens de modelização alternativas.

<sup>8</sup> Ver Bañbura, M., Bobeica, E. e Martínez Hernández, C., [What drives core inflation? The role of supply bottlenecks](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2875, BCE, 2023.

## Gráfico E

### Decomposição com base em modelos da inflação medida pelo IHPCX

(taxas de variação homólogas; desvios percentuais da média implícitos pelo modelo)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Este gráfico mostra a média *point-wise* da distribuição posterior da decomposição histórica da inflação medida pelo IHPCX com base num grande modelo de vetores autorregressivos estruturais bayesiano com choques identificados utilizando restrições de sinal e zero. A última decomposição refere-se ao quarto trimestre de 2023.

**Embora os erros de projeção da inflação tenham regressado a níveis mais normais, os especialistas continuam a aperfeiçoar os seus instrumentos de previsão, fornecendo análises adicionais que podem servir de base às projeções em tempos de elevada incerteza.** Os especialistas continuam a

trabalhar na manutenção dos seus instrumentos de previsão em consonância com as técnicas mais avançadas e no desenvolvimento de um conjunto mais diversificado de modelos. Este processo é apoiado por intercâmbios regulares entre fóruns técnicos do Eurosistema e debates com académicos. Um exemplo disso é a modelização mais elaborada dos preços do gás e das cadeias de abastecimento mundiais acima referida. Outro exemplo é o desenvolvimento de modelos de aprendizagem automática que procuram captar algumas das não linearidades acima mencionadas, tendo um destes modelos sido incluído no conjunto de ferramentas que os especialistas utilizam para verificações cruzadas regulares das suas projeções de referência<sup>9</sup>. Além disso, os especialistas também continuam a desenvolver ferramentas para avaliar os riscos em torno de cenários de base, utilizando uma vasta gama de análises de sensibilidade e cenários alternativos. Desde março de 2023, as projeções elaboradas por especialistas têm sido apresentadas utilizando gráficos de leque, que realçam a incerteza envolvida, especialmente em horizontes mais longos<sup>10</sup>. Essa análise adicional serve como informação importante para as decisões de política monetária do BCE, complementando as projeções de referência e outra análise por parte dos especialistas.

<sup>9</sup> Ver Lenza, M., Moutachaker, I. e Paredes, J., [Density forecasts of inflation: a quantile regression forest approach](#), *Série de Documentos de Trabalho*, N.º 2830, BCE, 2023.

<sup>10</sup> Ver, por exemplo, o gráfico 4 das [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE](#), março de 2024.

## 6 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 1 de novembro de 2023 a 30 de janeiro de 2024

Por Nikolaus Solonar e María González da Silva

**A presente caixa descreve as condições de liquidez e as operações de política monetária do Eurosistema durante o sétimo e oitavo períodos de manutenção de reservas de 2023.** No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 1 de novembro de 2023 a 30 de janeiro de 2024 (o “período em análise”).

**A liquidez excedentária no sistema bancário da área do euro continuou a diminuir durante o período em análise.** Esta diminuição ficou a dever-se ao vencimento da sexta 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 20 de dezembro de 2023. A cedência de liquidez também diminuiu, devido à redução das posições do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), em resultado da descontinuação dos reinvestimentos no âmbito do APP no início de julho de 2023. A redução da cedência de liquidez foi parcialmente compensada pela queda contínua dos fatores autónomos líquidos – devido sobretudo à diminuição dos depósitos das administrações públicas – observada desde que as taxas de juro diretoras do BCE saíram de terreno negativo em julho de 2022.

### Necessidades de liquidez

**No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma dos fatores autónomos líquidos e das reservas mínimas, diminuíram 104,1 mil milhões de euros para 1630,9 mil milhões de euros.** Esta redução deveu-se quase na totalidade a uma queda de 102,3 mil milhões de euros nos fatores autónomos líquidos para 1467,7 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 registaram uma descida de 1,8 mil milhões de euros, situando-se em 163,2 mil milhões de euros.

**Os fatores autónomos de absorção de liquidez diminuíram 67,1 mil milhões de euros para 2653,5 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, 40,3 mil milhões de euros no período em análise, situando-se em 182,3 mil milhões de euros. Esta descida reflete a continuação da normalização do volume global das reservas em numerário detidas pelos Tesouros nacionais e a sua maior propensão para as colocar no mercado

em resposta a variações na remuneração dos depósitos das administrações públicas junto do Eurosistema, bem como depósitos das administrações públicas mais baixos, os quais tipicamente diminuem no final do ano. A normalização das condições do mercado das operações de reporte e o aumento das *repo rates* em relação à taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) também tornaram o investimento no mercado uma opção mais atrativa do que os depósitos junto do Eurosistema. O valor médio das notas em circulação diminuiu 6,1 mil milhões de euros ao longo do período em análise, para 1553,7 mil milhões de euros, refletindo a continuação da redução do volume de notas detidas observada desde que as taxas de juro diretoras do BCE saíram de terreno negativo em julho de 2022.

**Os fatores autónomos de cedência de liquidez aumentaram 35,4 mil milhões de euros, situando-se em 1186,2 mil milhões de euros (ver a secção do quadro A intitulada “Ativo”)<sup>1</sup>.** Os ativos líquidos denominados em euros aumentaram 18,1 mil milhões de euros no período em análise. Este aumento deveuse principalmente à continuação da queda das responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros. Tal, por sua vez, reflete alterações das estratégias de gestão de tesouraria dos clientes dos serviços de gestão de reservas do Eurosistema, em virtude da revisão em baixa, em 1 de maio de 2023, da remuneração dos depósitos detidos ao abrigo deste quadro de serviços. As disponibilidades líquidas sobre o exterior aumentaram 17,3 mil milhões de euros, refletindo a reafetação, por parte de alguns bancos centrais nacionais, de ativos próprios a ativos de reserva.

---

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

## Quadro A

### Condições de liquidez do Eurosistema

#### Passivo

(médias; em mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 1 de novembro de 2023 a 30 de janeiro de 2024						Período em análise anterior: 2 de agosto a 31 de outubro de 2023	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção 1 de novembro a 19 de dezembro de 2023		Oitavo período de manutenção 20 de dezembro de 2023 a 30 de janeiro de 2024		Quinto e sexto períodos de manutenção	
<b>Fatores autônomos de absorção de liquidez</b>	2 653,5	(-67,1)	2 656,2	(-47,1)	2 650,3	(-5,8)	2 720,6	(-83,0)
Notas em circulação	1 553,7	(-6,1)	1 551,1	(-3,6)	1 556,7	(+5,6)	1 559,8	(-5,5)
Depósitos das administrações públicas	182,3	(-40,3)	194,1	(-28,6)	168,4	(-25,7)	222,6	(-32,8)
Outros fatores autônomos (líquidos) <sup>1)</sup>	917,5	(-20,7)	910,9	(-14,9)	925,1	(+14,2)	938,2	(-44,7)
<b>Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias</b>	8,1	(-1,4)	8,1	(-1,9)	8,1	(+0,0)	9,5	(-5,1)
<b>Reservas mínimas obrigatórias<sup>2)</sup></b>	163,2	(-1,8)	163,9	(-0,7)	162,3	(-1,6)	165,0	(-0,0)
<b>Facilidade permanente de depósito</b>	3 520,5	(-94,6)	3 548,8	(-28,6)	3 487,4	(-61,4)	3 615,1	(-300,3)
<b>Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez</b>	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: 1 de novembro de 2023 a 30 de janeiro de 2024						Período em análise anterior: 2 de agosto a 31 de outubro de 2023	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção 1 de novembro a 19 de dezembro de 2023		Oitavo período de manutenção 20 de dezembro de 2023 a 30 de janeiro de 2024		Quinto e sexto períodos de manutenção	
<b>Fatores autônomos de cedência de liquidez</b>	1 186,2	(+35,4)	1 159,2	(-4,8)	1 217,7	(+58,4)	1 150,8	(+18,0)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	944,8	(+17,3)	933,3	(+2,0)	958,3	(+25,1)	927,5	(-10,5)
Ativos líquidos denominados em euros	241,4	(+18,1)	226,0	(-6,8)	259,3	(+33,4)	223,3	(+28,5)
<b>Instrumentos de política monetária</b>	5 159,4	(-200,0)	5 218,2	(-73,2)	5 091,0	(-127,3)	5 359,5	(-406,7)
Operações de mercado aberto	5 159,4	(-200,0)	5 218,2	(-73,2)	5 090,9	(-127,3)	5 359,4	(-406,7)
Operações de crédito	457,4	(-110,8)	503,2	(-20,4)	404,1	(-99,0)	568,2	(-329,3)
OPR	7,6	(+0,8)	7,3	(-0,9)	7,9	(+0,6)	6,8	(+0,5)
ORPA com prazo de 3 meses	4,4	(-3,8)	4,7	(-2,7)	4,0	(-0,7)	8,2	(+4,3)
ORPA direcionadas III	445,5	(-107,8)	491,2	(-16,8)	392,3	(-98,9)	553,3	(-334,2)
Carteiras definitivas <sup>1)</sup>	4 702,0	(-89,3)	4 715,0	(-53,0)	4 686,8	(-28,2)	4 791,2	(-77,3)
<b>Facilidade permanente de cedência de liquidez</b>	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, "ORPA" refere-se às operações de refinanciamento de prazo alargado e "ORPA direcionadas III" diz respeito à terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas.

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: 1 de novembro de 2023 a 30 de janeiro de 2024						Período em análise anterior: 2 de agosto a 31 de outubro de 2023	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção 1 de novembro a 19 de dezembro de 2023		Oitavo período de manutenção 20 de dezembro de 2023 a 30 de janeiro de 2024		Quinto e sexto períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados <sup>1)</sup>	1 630,9	(-104,1)	1 661,2	(-42,9)	1 595,5	(-65,8)	1 735,0	(-101,3)
Fatores autónomos líquidos <sup>2)</sup>	1 467,7	(-102,3)	1 497,3	(-42,2)	1 433,1	(-64,2)	1 570,0	(-101,3)
Liquidez excedentária <sup>3)</sup>	3 528,5	(-96,0)	3 556,9	(-30,5)	3 495,4	(-61,5)	3 624,5	(-305,3)

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: 1 de novembro de 2023 a 30 de janeiro de 2024		Período em análise anterior: 2 de agosto a 31 de outubro de 2023					
	Sétimo período de manutenção 1 de novembro a 19 de dezembro de 2023		Oitavo período de manutenção 20 de dezembro a 30 de janeiro de 2024		Quinto período de manutenção		Sexto período de manutenção	
OPR	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)
Facilidade permanente de depósito	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)
€STR	3,903	(+0,002)	3,901	(-0,002)	3,652	(+0,250)	3,900	(+0,248)
RepoFunds rate do euro	3,945	(+0,019)	3,905	(-0,040)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)

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. "OPR" designa operações principais de refinanciamento e "€STR" refere-se à 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 200 mil milhões de euros, passando para 5159,4 mil milhões de euros durante o período em análise (gráfico A).** A redução da liquidez deve-se a uma diminuição do montante de liquidez cedida através de operações de crédito e à descontinuação gradual das carteiras de política monetária.

**O montante médio de liquidez cedida através de operações de crédito caiu 110,8 mil milhões de euros para 457,4 mil milhões de euros durante o período em análise.** Esta queda reflete, em grande medida, a diminuição do saldo das ORPA direcionadas III, em resultado do vencimento da sexta operação ao abrigo das ORPA direcionadas III (37,3 mil milhões de euros) e de reembolsos antecipados de outros fundos obtidos nas ORPA direcionadas (61,7 mil milhões de euros) em 20 de dezembro de 2023, ou seja, no início do oitavo período de manutenção. Ao mesmo tempo, os saldos das operações de refinanciamento convencionais do

Eurosistema – OPR e ORPA com prazo de 3 meses – diminuíram ligeiramente. Tal deve-se sobretudo ao facto de os saldos das ORPA com prazo de 3 meses terem descido, em média, 3,8 mil milhões de euros, enquanto os saldos das OPR se mantiveram globalmente inalterados, em 7,6 mil milhões de euros, em comparação com o quinto e sexto períodos de manutenção de 2023. A participação limitada dos bancos nestas operações, aliada à sua capacidade de reembolso de montantes consideráveis de fundos obtidos nas ORPA direcionadas sem a mudança para operações de refinanciamento regulares, reflete as suas posições de liquidez confortáveis, em termos agregados, e a disponibilidade de fontes de financiamento alternativas a taxas atrativas.

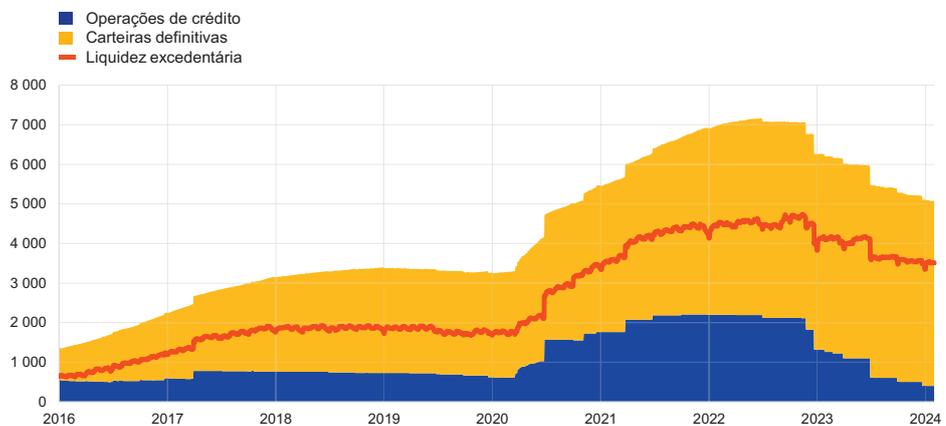
**O montante médio de liquidez cedida através de detenções de carteiras definitivas diminuiu 89,3 mil milhões de euros durante o período em análise.**

Esta diminuição deveu-se ao fim do reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos no âmbito do APP em 1 de julho de 2023. No contexto do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme – PEPP*), os pagamentos de capital dos títulos vincendos foram integralmente reinvestidos, uma vez que as aquisições líquidas foram descontinuadas no final de março de 2022<sup>2</sup>. Em dezembro de 2023, o Conselho do BCE anunciou que o reinvestimento total dos pagamentos de capital cessaria no segundo semestre do ano.

**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 30 de janeiro de 2024.

**Liquidez excedentária**

**A liquidez excedentária média diminuiu 96 mil milhões de euros, atingindo 3528,5 mil milhões de euros (gráfico A) no período em análise.**

A liquidez excedentária corresponde à soma das reservas que os bancos detêm que ultrapassam as reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente

<sup>2</sup> 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.

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 cumprir as reservas mínimas obrigatórias. Após ter atingido um máximo de 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, tendo a descontinuação dos reinvestimentos no âmbito do APP também contribuído desde julho de 2023.

## Evolução das taxas de juro

**O Conselho do BCE manteve as três taxas de juro diretoras do BCE inalteradas no período em análise.** As taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de depósito, às operações principais de refinanciamento e à facilidade permanente de cedência de liquidez situaram-se em 4,00%, 4,50% e 4,75%, respetivamente.

**A média da €STR permaneceu globalmente inalterada durante o período em análise, tendo mantido um diferencial estável com as taxas de juro diretoras do BCE.** A €STR foi transacionada, em média, a 10,2 pontos base abaixo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito ao longo do período em análise, ou seja, próximo da média de 9,9 pontos base para os períodos de manutenção de reservas de 2023. Por conseguinte, a menor liquidez excedentária não teve, até à data, qualquer impacto ascendente na €STR. A descida da €STR de 1,8 pontos base no final do ano foi apenas ligeiramente mais pronunciada do que o efeito de fim de ano de 2022 (-1,5 pontos base).

**A repo rate média da área do euro, calculada pelo índice da RepoFunds rate do euro, continuou a ser transacionada mais próximo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito, exceto em torno do final do ano.** A *repo rate* situou-se, em média, 7,3 pontos base abaixo da taxa de juro aplicada à facilidade permanente de depósito no período em análise. A diminuição de 25,5 pontos base no final de 2023 foi significativamente inferior à queda de 226,8 pontos base observada no final de 2022. Tal reflete o funcionamento regular do mercado das operações de reporte, devido a vários fatores, entre os quais o aumento da emissão líquida desde o início do ano, a libertação de ativos de garantia mobilizados após o vencimento das ORPA direcionadas, uma alteração do posicionamento do mercado que resultou numa menor procura de títulos no mercado das operações de reporte, assim como o decréscimo dos ativos detidos ao abrigo do APP.

## O euro como moeda mundial, da perspetiva dos pagamentos

Por Oana Furtuna, Patrick Papsdorf, Livia Polo Friz e Sara Testi

**O BCE acompanha a evolução do papel internacional do euro e publica regularmente a informação daí resultante.** O relatório mais recente do BCE sobre o tema (publicado em junho de 2023) não revelou uma alteração significativa do papel internacional do euro em 2022 em comparação com 2021. A percentagem de utilização do euro no total de utilização de moedas internacionais em 2022 corresponde, em média, a cerca de 20% nos vários indicadores, o que está em conformidade com o observado no ano precedente<sup>1</sup>. O relatório indica que o euro continuou a desempenhar um papel importante no sistema monetário internacional, permanecendo a segunda moeda mais importante em diversos segmentos de mercado, como as posições em reservas cambiais oficiais e a emissão de obrigações internacionais.

**Os pagamentos também podem constituir um indicador da utilização mundial de uma moeda.** Para dada moeda, esse indicador pode ser calculado como o valor dos pagamentos transnacionais denominados nessa moeda realizados entre bancos em relação ao total dos pagamentos entre bancos em todas as moedas<sup>2</sup>. Os pagamentos entre bancos podem ser processados recorrendo a diferentes mecanismos – por exemplo, acordos multilaterais (ou seja, a utilização de sistemas de pagamento), acordos bilaterais (ou seja, o recurso a bancos correspondentes) ou uma combinação de ambas as possibilidades<sup>3</sup>. Tais pagamentos são normalmente efetuados utilizando mensagens normalizadas trocadas através da rede da Swift<sup>4</sup>.

**Vários sistemas de pagamentos em todo o mundo (incluindo sistemas de pagamentos de grande montante em euros, como o T2) utilizam a rede da Swift como rede de comunicação entre os seus participantes<sup>5</sup>.** O T2 – tal como o seu antecessor, o TARGET2 – é o sistema de liquidação por bruto em tempo real do Eurosistema para pagamentos denominados em euros, que processa e liquida pagamentos em moeda do banco central. Em 2023, em termos de valor, representou 92% de todos os pagamentos denominados em euros liquidados por sistemas de pagamentos de grande montante e, em termos de volume, representou 70%. O tráfego do T2 é, portanto, um elemento determinante fundamental do valor total dos pagamentos em euros processados por sistemas de pagamentos de grande montante

<sup>1</sup> Ver [The international role of the euro](#), BCE, 2023.

<sup>2</sup> Na presente caixa, a expressão “pagamentos entre bancos” inclui quer pagamentos de clientes (ou seja, pagamentos efetuados pelos bancos em nome dos seus clientes), quer pagamentos interbancários (ou seja, pagamentos efetuados pelos bancos no âmbito da sua atividade de negócio).

<sup>3</sup> Os pagamentos originados por via de acordos de correspondente bancário podem ser liquidados bilateralmente entre os bancos ou transmitidos através de sistemas de pagamento. Ver [Eleventh survey on correspondent banking in euro](#), BCE, 2020.

<sup>4</sup> A Swift é a principal entidade fornecedora mundial de serviços de mensagens financeiras seguras, sendo a sua rede utilizada em todo o mundo por mais de 11 000 instituições financeiras. A Swift proporciona uma comunicação normalizada, segura e eficiente.

<sup>5</sup> O T2 utiliza quer a Swift quer a Nexi como entidades fornecedoras de serviços de rede.

– e, assim, é também uma componente importante do valor total das mensagens de pagamento em euros trocadas e registadas através da rede da Swift.

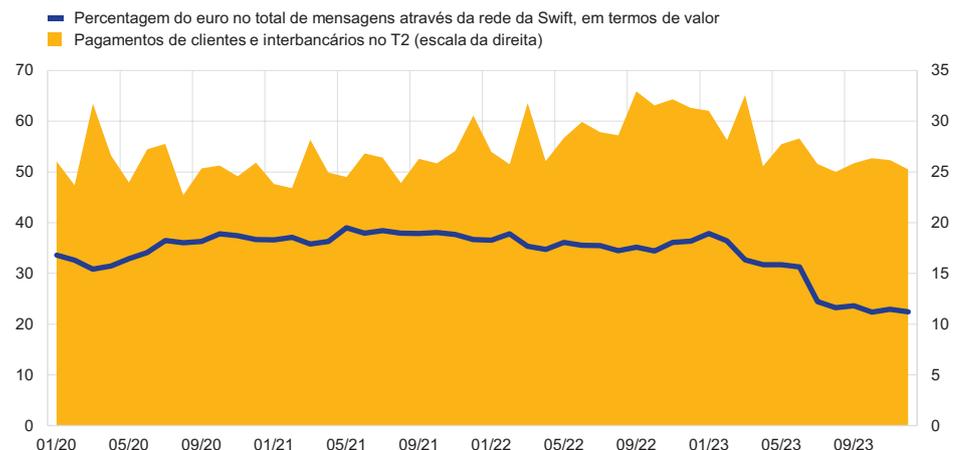
### Depois de março de 2023, a percentagem do euro no total de mensagens de pagamento através da rede da Swift registou uma diminuição em termos de valor.

Para as moedas mais utilizadas a nível mundial (um grupo que inclui o euro), a Swift publica um indicador mensal da utilização de cada moeda em pagamentos internacionais, medida pelo valor das mensagens de pagamento das instituições financeiras enviadas através da rede da Swift<sup>6</sup>. De acordo com esse indicador, as mensagens de pagamento em euros trocadas através da rede da Swift representaram, em média, 36,0% do total de mensagens em todas as moedas entre janeiro de 2020 e fevereiro de 2023 (gráfico A), tendo esta percentagem diminuído posteriormente para 32,6% em março de 2023 e 31,7% em abril do mesmo ano. No quarto trimestre de 2023, a percentagem do euro estabilizou num nível inferior, situando-se, em média, em 22,6%<sup>7</sup>.

### Gráfico A

#### Percentagem do euro no total dos pagamentos processados através da rede da Swift em termos de valor e tráfego do T2

(escala da esquerda: percentagens; escala da direita: biliões de euros; totais mensais)



Fontes: Swift, TARGET2, T2 e cálculos do BCE.

Notas: Os dados mais recentes referem-se a dezembro de 2023. O indicador da Swift capta as mensagens trocadas através da rede da Swift como “em curso” e “entregues” com base nos tipos de mensagens MT103 e MT202 (pagamentos de clientes e interbancários, respetivamente) e nos seus equivalentes ISO. As estatísticas do T2 poderão ser objeto de revisão, devido a alterações metodológicas resultantes do lançamento da plataforma consolidada T2-T2S.

**A aparente diminuição da percentagem do euro no total de mensagens de pagamento trocadas através da rede da Swift coincidiu com uma importante mudança de infraestrutura na Europa e com a migração para uma nova norma de mensagem da Swift.** Em 20 de março de 2023, o Eurosistema lançou a plataforma consolidada T2-T2S – a nova infraestrutura de base do euro operada por bancos centrais, que aumentou a eficiência da gestão de liquidez e das práticas de pagamento, permitindo aos participantes racionalizar as suas atividades de

<sup>6</sup> Este indicador (baseado num subconjunto de todas as mensagens de pagamento trocadas através da rede da Swift) é incluído no [RMB Tracker](#) mensal da Swift.

<sup>7</sup> Os dados relativos aos meses de março, abril, maio e junho de 2023 não incluem uma correção posterior aplicada pela Swift em julho de 2023 e comunicada no seu boletim operacional.

pagamento<sup>8</sup>. Ao mesmo tempo, as instituições financeiras no mercado do euro também migraram da anterior norma de mensagem (MT) para a nova norma de mensagem ISO 20022 (pacs) na rede da Swift. Esta migração proporciona maior interoperabilidade, processamento direto e uma classificação mais granular dos dados financeiros.

**Ambos os desenvolvimentos tiveram impacto nas mensagens de pagamento em euros trocadas através da rede da Swift – afetando, assim, ceteris paribus, a percentagem do euro no total de mensagens processadas através da mesma rede.** A nova configuração da plataforma consolidada T2-T2S e a nova norma de mensagem alteraram as formas de efetuar os pagamentos em euros e de gerir a liquidez em euros, com um impacto particularmente significativo no domínio da gestão de liquidez de fluxos intrabancários e interbancários. Algumas operações agora realizadas recorrendo à nova norma de mensagem, as quais são normalmente de grande montante, são efetivamente excluídas do cálculo do indicador da Swift, sendo essa a razão pela qual o indicador desceu depois de março de 2023<sup>9</sup>.

**Esta explicação técnica da diminuição da percentagem do euro no total de mensagens de pagamento processadas através da rede da Swift é confirmada pela evolução do valor dos pagamentos em euros liquidados entre bancos no T2, que apresenta uma dinâmica diferente (gráfico A).** O valor médio mensal dos pagamentos de clientes e interbancários em euros liquidados no T2 subiu para mais de 27,3 biliões de euros em 2023, comparativamente a 25,9 biliões de euros no TARGET2 em 2020. Além disso, estes valores apenas registaram um ligeiro ajustamento – e não uma mudança de nível total – em resultado de novos acordos de gestão de liquidez em março de 2023. É possível observar uma tendência semelhante no volume médio mensal de pagamentos de clientes e interbancários processados através do T2, que aumentou para 7,8 milhões de operações em 2023 (em comparação com 6,3 milhões de operações no TARGET2 em 2020)<sup>10</sup>.

**Outro indicador do papel do euro como moeda mundial é a percentagem de pagamentos em euros no T2 (em termos de valor), quando o banco ordenante e/ou o banco beneficiário estão localizados fora da área do euro.** O T2 – à semelhança do seu antecessor, o TARGET2 – permite que bancos de todo o mundo efetuem pagamentos transnacionais em euros, estando os bancos de fora da área do euro, em geral, dependentes, para o efeito, de bancos correspondentes com acesso direto a sistemas de pagamentos da área do euro<sup>11</sup>.

<sup>8</sup> Ver o [comunicado do BCE de 21 de março de 2023](#). A análise apresentada nesta caixa utiliza dados do T2 a partir de 20 de março de 2023 e dados do TARGET2 antes dessa data.

<sup>9</sup> Antes da migração para a norma ISO 20022, os pagamentos interbancários eram enviados como mensagens MT202, ao passo que os pagamentos em nome de clientes eram enviados como mensagens MT103. Estas mensagens são agora enviadas como mensagens “pacs.009” e “pacs.008”, respetivamente. Além disso, com a migração para a norma ISO 20022, pelo menos algumas das mensagens MT relativas a transferências de liquidez, gestão de tesouraria e reporte passaram a ser mensagens “camt”. O indicador da Swift capta apenas as mensagens MT202 e MT103 e as mensagens “pacs” equivalentes, excluindo as mensagens “camt”.

<sup>10</sup> Ver também as estatísticas sobre o [tráfego liquidado em serviços do TARGET](#).

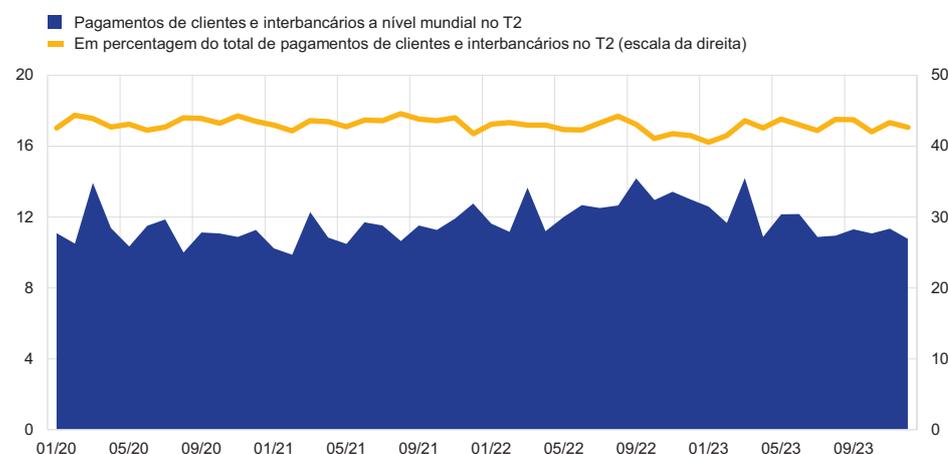
<sup>11</sup> Estes pagamentos são liquidados na conta de um participante direto no T2. Ver [Eleventh survey on correspondent banking in euro](#), BCE, 2020.

**Este indicador de pagamentos em euros a nível mundial no T2 não registou uma quebra depois de março de 2023, o que confirma que os pagamentos em euros envolvendo, pelo menos, um banco localizado fora da área do euro permaneceram estáveis.** O valor mensal desses pagamentos de clientes e interbancários a nível mundial no T2 ascendeu, em média, a 11,6 biliões de euros entre março e dezembro de 2023, o que está em consonância com o observado em anos anteriores. Estes pagamentos representaram 43,0% de todos os pagamentos entre bancos no T2 nesse período, sem sinais de descida depois de março de 2023 (gráfico B).

### Gráfico B

#### Pagamentos de clientes e interbancários a nível mundial no T2

(escala da esquerda: em biliões de euros; escala da direita: percentagens; totais mensais)



Fontes: TARGET2, T2 e cálculos do BCE.

Notas: Os dados mais recentes referem-se a dezembro de 2023. Os pagamentos "a nível mundial" são aqueles em que o banco ordenante e/ou o banco beneficiário estão localizados fora da área do euro. As estatísticas do T2 poderão ser objeto de revisão, devido a alterações metodológicas resultantes do lançamento da plataforma consolidada T2-T2S.

**Em conclusão, a aparente queda da percentagem do euro no total de mensagens através da rede da Swift depois de março de 2023 não resulta de uma diminuição do valor dos pagamentos realizados através do T2 ou de uma redução do alcance mundial do euro.** Como infraestrutura de mercado financeiro de base do euro, em termos de valor, o T2 continua a ser uma componente importante do total de pagamentos em euros processados através da rede da Swift. A diminuição da percentagem do euro no total de mensagens através da rede da Swift, em termos de valor, reflete, aparentemente, o lançamento da plataforma consolidada T2-T2S e a migração do mercado para a nova norma de mensagem ISO 20022. Estes desenvolvimentos resultaram em alterações das práticas de gestão de liquidez dos bancos e dos tipos de mensagem utilizados, tendo alguns pagamentos deixado de ser incluídos no indicador da Swift. Por conseguinte, no acompanhamento do papel internacional do euro, é necessária prudência na interpretação de indicadores individuais baseados no tráfego de pagamentos.

Por Sara Skjeggstad Meyer e Carolin Nerlich

*Em 30 de janeiro de 2024, o BCE publicou o seu plano para o clima e a natureza em 2024-2025, que identifica três novas áreas principais que nortearão as suas ações climáticas nos próximos dois anos. A presente caixa explica os fundamentos económicos subjacentes à decisão do BCE de impulsionar o seu trabalho nestas três áreas<sup>1</sup>.*

**As alterações climáticas estão a afetar cada vez mais a economia da área do euro.** O mundo está longe de cumprir as metas climáticas inscritas no Acordo de Paris de 2015<sup>2</sup>. O ano de 2023 foi o mais quente de que há registo e vários fenómenos meteorológicos extremos causaram danos económicos na Europa e no mundo. Paralelamente, a perda acelerada de biodiversidade e a degradação dos *habitats* estão a contribuir para uma crise em rápida evolução na natureza, devido, em parte, às ligações indissociáveis entre o clima e a natureza. As alterações climáticas e a necessidade associada de promover a transição ecológica estão a afetar cada vez mais a economia e o sistema financeiro. Tal poderá ter implicações na estabilidade de preços, na estabilidade financeira e na transmissão da política monetária. As alterações climáticas afetam igualmente o valor e o perfil de risco dos ativos no balanço do Eurosistema. É essencial que o BCE tenha em conta estes efeitos, com vista a cumprir o seu objetivo primordial de manutenção da estabilidade de preços.

**Desde 2021, o BCE alargou o compromisso de integrar considerações sobre as alterações climáticas nas suas atividades.** Na sequência do reexame da estratégia de política monetária, o BCE anunciou, em 2021, o seu primeiro plano de ação climática, no contexto do qual se comprometeu a incluir considerações sobre as alterações climáticas nas atividades relacionadas com a execução da política monetária, a análise macroeconómica e as estatísticas<sup>3</sup>. Em 2022, o âmbito do plano foi ampliado de modo a abranger atividades climáticas em outros domínios de atividade da instituição, designadamente a estabilidade financeira e a supervisão bancária<sup>4</sup>. Após concluir um levantamento aprofundado das suas ações climáticas, o BCE publicou, em janeiro de 2024, um plano atualizado para o período de 2024-2025. Pela primeira vez, este plano inclui o compromisso de analisar questões relacionadas com a natureza. Identifica três áreas principais que nortearão as atividades do BCE relacionadas com o clima nos próximos dois anos (quadro A).

<sup>1</sup> Ver o [Plano do BCE para o clima e a natureza em 2024-2025](#), BCE, janeiro de 2024.

<sup>2</sup> Ao abrigo do Acordo de Paris assinado em 2015, 196 países concordaram em fazer a sua parte para manter o aumento da temperatura média global em níveis bem abaixo de 2°C acima dos níveis préindustriais e envidar esforços para limitar o aumento da temperatura a 1,5°C. À luz deste acordo, a Europa comprometeu-se a reduzir as suas emissões líquidas de carbono para zero até 2050 e em 55% até 2030 face aos níveis de 1990. A fim de alcançar a meta para 2030, a União Europeia chegou a acordo sobre o Pacto Ecológico e um pacote para a atenuação das alterações climáticas, também designado “Objetivo 55” (“Fit for 55”, em inglês). Não obstante estes esforços, as estimativas indicam que o aquecimento global, segundo os atuais contributos determinados a nível nacional, atingirá 2,9°C (ver Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente, [Relatório sobre a Lacuna de Emissões 2023](#), novembro de 2023).

<sup>3</sup> Ver o comunicado do BCE intitulado [BCE apresenta plano de ação para incluir considerações sobre as alterações climáticas na sua estratégia de política monetária](#), BCE, 8 de julho de 2021.

<sup>4</sup> Ver a [Agenda climática do BCE em 2022](#), BCE, 4 de julho de 2022.

## Quadro A

### Áreas principais do plano do BCE para o clima e a natureza em 2024-2025

Três áreas principais		O que faremos
	1. Navegar a transição para uma economia verde	<ul style="list-style-type: none"><li>• Avaliar as necessidades de investimento ecológico e o seu financiamento</li><li>• Analisar as consequências estruturais decorrentes da transição</li><li>• Analisar os efeitos do financiamento da transição e dos riscos de transição no mecanismo de transmissão da política monetária</li><li>• Fazer avançar o quadro de modelização macroeconómica, incidindo nos aspetos climáticos</li></ul>
	2. Fazer face ao crescente impacto físico das alterações climáticas	<ul style="list-style-type: none"><li>• Tomar novas medidas para integrar o impacto das alterações climáticas nos cenários climáticos e no quadro analítico utilizado para as projeções macroeconómicas</li><li>• Explorar o impacto da adaptação às alterações climáticas, incluindo as lacunas em matéria de proteção de seguros</li><li>• Melhorar a disponibilidade de dados para apoiar a análise dos riscos físicos</li></ul>
	3. Impulsionar os trabalhos sobre os riscos relacionados com a natureza	<ul style="list-style-type: none"><li>• Explorar melhor as implicações económicas e financeiras da perda de biodiversidade e da degradação da natureza</li></ul>

Fonte: BCE.

#### **A primeira área principal incide sobre os desafios de navegar a transição para uma economia verde.**

A fim de cumprir a meta de emissões líquidas nulas até 2050, a Europa terá de aplicar medidas específicas a nível de políticas até 2030 no sentido de incentivar uma transição para processos de produção e padrões de consumo eficientes em termos energéticos e substituir os combustíveis fósseis por fontes de energia renováveis<sup>5</sup>. Tal levará a mudanças estruturais profundas na economia da área do euro, com implicações no emprego e nos requisitos a nível de competências. Poderá provocar uma reafetação de capital com efeitos a longo prazo ambíguos no crescimento potencial<sup>6</sup>. A transição ecológica terá impacto no comércio e nos fluxos de capital na economia da área do euro e acarretará riscos para a sua competitividade externa. A área do euro pode também tornar-se mais vulnerável a riscos das cadeias de abastecimento e a interrupções no fornecimento de minerais críticos necessários para a transição. É importante que o BCE tenha um conhecimento profundo destas alterações e desafios estruturais e da forma como podem ter impacto nas perspetivas macroeconómicas para a área do euro. Para o efeito, os modelos macroeconómicos têm de ser adaptados em conformidade.

#### **O investimento ecológico, a inovação tecnológica e o financiamento verde são fundamentais para avançar no sentido de uma economia hipocarbónica.**

As estimativas de várias instituições quanto ao nível de investimento ecológico necessário para a concretização dos objetivos climáticos variam consideravelmente. Por exemplo, de acordo com a Comissão Europeia, a transição exigirá um investimento anual adicional de 620 mil milhões de euros até 2030 para que a

<sup>5</sup> Para uma visão geral, ver a caixa intitulada [Assessing the macroeconomic effects of climate change transition policies](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2024.

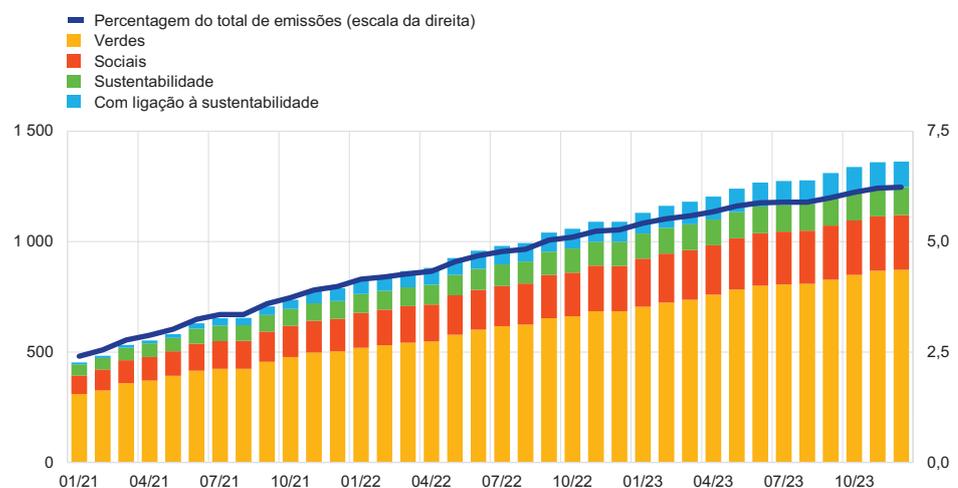
<sup>6</sup> Ver o artigo intitulado [How climate change affects potential output](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2023.

União Europeia atinja a meta de redução das emissões em 55%<sup>7</sup>. O BCE analisará em mais pormenor as diferentes estimativas disponíveis para entender melhor os pressupostos e fatores impulsionadores subjacentes, incluindo o papel das políticas relativas às alterações climáticas. Analisará as condições-quadro exigidas para facilitar os investimentos necessários, nomeadamente a necessidade de promover um enquadramento conducente a elevados níveis de investigação e desenvolvimento e capacidade de inovação, e uma infraestrutura de mercado que incentive a assunção de riscos. Será prestada especial atenção à vertente do financiamento das necessidades de investimento ecológico. Embora se tenha observado um forte crescimento dos instrumentos de financiamento verde nos últimos anos, estes ainda representam apenas uma percentagem reduzida do total de títulos de dívida emitidos na área do euro (gráfico A). Mais especificamente, o BCE analisará se a oferta de financiamento satisfaz a procura, as condições de concessão de crédito que as empresas enfrentam para projetos de investimento ecológico e a forma como as políticas públicas podem ajudar a mobilizar mais financiamento privado, designadamente através de melhores requisitos de divulgação. Todas estas questões são relevantes para a política monetária e o seu mecanismo de transmissão.

### Gráfico A

#### Emissão de títulos de dívida sustentáveis na área do euro

(escala da esquerda: em mil milhões de euros, saldos ao valor nominal; escala da direita: percentagens do total de títulos de dívida emitidos na área do euro)



Fontes: Base de Dados de Informação Centralizada sobre Títulos e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico mostra a emissão, na área do euro, de títulos de dívida ambientais, sociais e de governação para todos os níveis de garantia. A "percentagem do total de emissões" refere-se ao montante de todos os títulos de dívida sustentáveis em percentagem do total de títulos de dívida emitidos na área do euro.

**A segunda área principal visa dar resposta ao crescente impacto físico das alterações climáticas.** Os fenómenos meteorológicos extremos estão a tornar-se mais frequentes e os seus custos cada vez mais evidentes<sup>8</sup>. A par de alterações nos padrões meteorológicos, afetam a macroeconomia e o setor financeiro através

<sup>7</sup> Ver Comissão Europeia, [A sustentabilidade e o bem-estar das pessoas no centro da autonomia estratégica aberta da Europa](#), *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu e ao Conselho*, 6 de julho de 2023.

<sup>8</sup> Ver Diefenbaugh, N. S., [Verification of extreme event attribution: Using out-of-sample observations to assess changes in probabilities of unprecedented events](#), *Science Advances*, Vol. 6(12), n.º 2368, 2020.

de vários canais. As alterações climáticas afetam particularmente a agricultura, o turismo e, por via dos preços dos produtos alimentares, os setores retalhista e da restauração. Após a onda de calor sentida no verão de 2022, estima-se que a inflação dos preços dos produtos alimentares na Europa tenha subido 0,67 pontos percentuais um ano depois<sup>9</sup>. Considera-se que o aumento do aquecimento global tem efeitos não lineares nos preços dos produtos alimentares, o que acarreta riscos para a maior dinâmica da inflação no futuro. Análises empíricas concluíram que aumentos da temperatura acima de determinados limiares reduzem a produtividade do trabalho e o crescimento económico<sup>10</sup>. É essencial que o BCE reforce a sua avaliação da forma como as alterações climáticas afetam a inflação e a economia. Além do acesso a dados de elevada qualidade, tal exigirá uma análise mais aprofundada do modo como os impactos físicos das alterações climáticas podem ser integrados em cenários climáticos e no quadro analítico utilizado para as projeções macroeconómicas.

### **O financiamento da adaptação será um domínio importante de novos estudos.**

Os custos associados ao impacto físico das alterações climáticas representam riscos financeiros e orçamentais, mas apenas um quarto das perdas catastróficas relacionadas com o clima está coberto por seguro<sup>11</sup>. Todavia, o investimento na adaptação para limitar a exposição a riscos físicos associados ao clima desviará recursos de oportunidades de investimento mais produtivas<sup>12</sup>. O BCE explorará as implicações económicas e financeiras das medidas de adaptação às alterações climáticas e as necessidades de financiamento associadas para tornar a economia mais resiliente a um clima em mutação.

### **A terceira área principal explora os riscos relacionados com a natureza.**

Existem cada vez mais dados de que as alterações climáticas têm implicações negativas na natureza, ao passo que a degradação da natureza sob a forma de uso intensivo dos solos, poluição e exploração excessiva de recursos amplifica a crise climática. A degradação da natureza leva a uma diminuição da capacidade de absorção e armazenamento de carbono e reduz a resiliência do solo ao impacto de fenómenos meteorológicos extremos e de um clima em mutação. Na Europa, mais de 80% dos *habitats* já se encontram em mau estado<sup>13</sup>. A destruição da natureza representa um sério risco para a humanidade, uma vez que ameaça funções vitais, como o abastecimento de alimentos e medicamentos.

### **A degradação da natureza afeta a economia e conduz a riscos financeiros.**

De acordo com o inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento (*Survey on the access to finance of enterprises – SAFE*), 48% das empresas da área do euro estão muito preocupadas com as implicações da degradação ambiental na

<sup>9</sup> Ver Kotz, M., Kuik, F., Lis, E. e Nickel, C., [The impact of global warming on inflation: averages, seasonality and extremes](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2821, BCE, 2023.

<sup>10</sup> Ver, por exemplo, [Climate change and climate policy: analytical requirements and options from a central bank perspective](#), *Relatório Mensal*, Deutsche Bundesbank, janeiro de 2022, p. 33.

<sup>11</sup> Ver EIOPA-BCE, [Policy options to reduce the climate insurance protection gap](#), *Documento de Discussão*, abril de 2023.

<sup>12</sup> Ver [The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy](#), *Blogue do BCE*, BCE, 18 de dezembro de 2023.

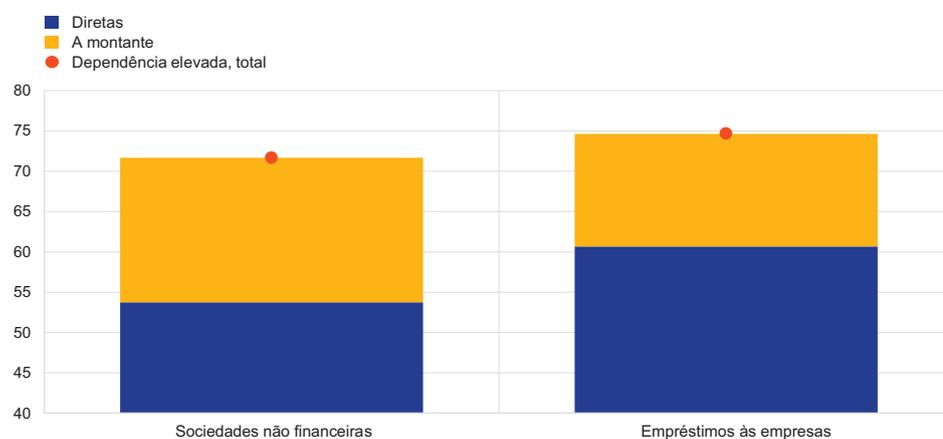
<sup>13</sup> Ver Agência Europeia do Ambiente, [Conservation status of habitats under the EU Habitats Directive](#), 18 de novembro de 2011.

sua atividade<sup>14</sup>. Tal está em consonância com conclusões de estudos recentes que indicam que 72% das sociedades não financeiras da área do euro estão fortemente dependentes de, pelo menos, um serviço ecossistémico, como solos saudáveis, água limpa e proteção contra inundações. Considerando que estas empresas representam 75% da exposição dos bancos da área do euro a empréstimos às empresas, os riscos relacionados com a natureza representam um risco evidente para os bancos (gráfico B). O BCE estudará as implicações da destruição da natureza e da perda de biodiversidade para a economia, a sua interação com as alterações climáticas e o modo como podem afetar variáveis macroeconómicas relevantes para o seu mandato.

### Gráfico B

#### Dependências das sociedades não financeiras da área do euro e das carteiras de empréstimos em relação a serviços ecossistémicos

(percentagens)



Fontes: ENCORE, EXIOBASE, AnaCredit e cálculos do BCE.

Notas: Percentagem de sociedades não financeiras (SNF) da área do euro com uma dependência total elevada com uma classificação superior a 0,7 para, pelo menos, um serviço ecossistémico e percentagem de carteiras de empréstimos às empresas detidas pelos bancos da área do euro nestes serviços ecossistémicos. Um empréstimo é considerado extremamente dependente quando a SNF mutuária tem uma classificação de dependência suficientemente elevada. O gráfico B ilustra as médias das classificações de dependência das SNF da área do euro e das carteiras de empréstimos às empresas detidas pelos bancos da área do euro. Mostra igualmente as dependências diretas das SNF em relação a serviços ecossistémicos e as suas dependências a montante, ou seja, as dependências dos seus fornecedores. Os dados disponíveis mais recentes referem-se a dezembro de 2021. Ver Boldrini, S., Ceglár, A., Lelli, C., Parisi, L. e Heemskerk, I., *Living in a world of disappearing nature: Physical risk and the implications for financial stability*, *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 333, BCE, 2023.

<sup>14</sup> Ver a caixa intitulada [As alterações climáticas e o investimento e financiamento verdes das empresas da área do euro – resultados do SAFE](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2023.

© Banco Central Europeu, 2024

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

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

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-24-002-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep