



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 4 / 2024



Índice

Evolução económica, financeira e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	8
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
Caixas	45
1 A recuperação pós-pandemia – por que razão está a área do euro a crescer mais lentamente do que os Estados Unidos?	45
2 Informações obtidas através de teleconferências de apresentação de resultados – o que podemos aprender com a perceção e o sentimento do risco das empresas?	53
3 Margens de lucro mais elevadas ajudaram as empresas a acumular mão de obra	57
4 Fatores impulsionadores do crescimento do emprego na área do euro após a pandemia – uma perspetiva baseada em modelos	62
5 Irá o setor automóvel da área do euro recuperar?	68
6 Indicadores de lucros para a análise da inflação tendo em conta o papel dos custos totais	74
7 Condições de liquidez e operações de política monetária de 31 de janeiro a 16 de abril de 2024	79
8 Risco de crédito e condições de concessão de crédito bancário	85

Evolução económica, financeira e monetária

Apreciação global

Na reunião de 6 de junho de 2024, o Conselho do BCE decidiu reduzir as três taxas de juro diretoras em 25 pontos base. Com base numa avaliação atualizada das perspetivas de inflação, da dinâmica da inflação subjacente e da robustez da transmissão da política monetária, afigurou-se apropriado moderar o nível de restritividade da política monetária após manter as taxas de juro constantes durante nove meses. Desde a reunião do Conselho do BCE de setembro de 2023, a inflação desceu mais de 2,5 pontos percentuais e as perspetivas de inflação melhoraram significativamente. A inflação subjacente também abrandou, reforçando os sinais de enfraquecimento das pressões sobre os preços, tendo as expetativas de inflação baixado em todos os horizontes. A política monetária manteve as condições de financiamento restritivas. Ao atenuar a procura e ao manter as expetativas de inflação bem ancoradas, deu um contributo importante para voltar a fazer descer a inflação.

Ao mesmo tempo, não obstante os progressos realizados nos últimos trimestres, as pressões internas sobre os preços permanecem fortes dado que o crescimento dos salários é elevado, sendo provável que a inflação se mantenha acima do objetivo durante grande parte do próximo ano. As mais recentes projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema para a inflação global e a inflação subjacente foram revistas em alta para 2024 e 2025 face às projeções de março. Os especialistas do Eurosistema projetam agora que a inflação global seja, em média, de 2,5% em 2024, 2,2% em 2025 e 1,9% em 2026. Relativamente à inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, projetam uma média de 2,8% em 2024, 2,2% em 2025 e 2,0% em 2026. O crescimento económico deverá recuperar para 0,9% em 2024, 1,4% em 2025 e 1,6% em 2026.

O Conselho do BCE está determinado a assegurar o retorno atempado da inflação ao seu objetivo de médio prazo de 2%. Para o efeito, manterá as taxas de juro diretoras suficientemente restritivas enquanto for necessário. O Conselho do BCE continuará a seguir uma abordagem dependente dos dados e reunião a reunião na definição 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 disponibilizados, da dinâmica da inflação subjacente e da robustez da transmissão da política monetária. O Conselho do BCE não se compromete previamente com uma trajetória de taxas específica.

O Conselho do BCE também confirmou que reduzirá as posições do Eurosistema em títulos adquiridos ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP), em média, em 7,5 mil milhões de euros por mês durante o segundo semestre.

As modalidades de redução das posições no âmbito do PEPP estarão globalmente em consonância com as seguidas no contexto do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP).

Atividade económica

Após cinco trimestres de estagnação, a economia da área do euro cresceu 0,3% no primeiro trimestre de 2024. O setor dos serviços está em expansão e o setor da indústria transformadora revela sinais de estabilização em níveis reduzidos.

O emprego aumentou 0,3% no primeiro trimestre deste ano, tendo sido criados cerca de 500 000 novos postos de trabalho, e os inquéritos apontam para uma continuação do crescimento do emprego no curto prazo. A taxa de desemprego desceu ligeiramente, para 6,4%, em abril, o seu nível mais baixo desde a introdução do euro. As empresas ainda estão a anunciar muitos postos de trabalho, embora um pouco menos do que antes.

No início de 2024, a economia da área do euro recuperou mais do que o avançado nas projeções de março de 2024 elaboradas por especialistas do BCE, graças ao impulso proporcionado pelo comércio líquido e à subida da despesa das famílias. A informação que tem vindo a ser disponibilizada aponta para uma continuação do crescimento no curto prazo, a um ritmo mais elevado do que o anteriormente previsto. O rendimento disponível real deverá continuar a aumentar, num contexto de crescimento robusto dos salários, reforçando gradualmente a confiança e melhorando os termos de troca, com uma consequente recuperação impulsionada pelo consumo no decurso de 2024. O impulso proporcionado pelo comércio líquido no início do ano reflete parcialmente volatilidade, após um decréscimo temporário no final de 2023. No entanto, espera-se que a procura externa continue a expandir-se, apoiando o crescimento das exportações da área do euro. No médio prazo, considera-se que o impacto negativo do anterior aumento da restritividade da política monetária se desvanecerá de forma gradual, sendo a atividade apoiada pelo pressuposto abrandamento da restritividade das condições de financiamento, em consonância com as expectativas do mercado quanto à trajetória futura das taxas de juro. O crescimento beneficiará também de um mercado de trabalho resiliente, descendo a taxa de desemprego para níveis historicamente baixos numa fase posterior do horizonte de projeção. Com o desvanecimento de alguns dos fatores cíclicos que reduziram o crescimento da produtividade no passado recente, esta deverá aumentar ao longo do horizonte de projeção. Em geral, o crescimento médio anual do PIB real deverá situar-se em 0,9% em 2024 e aumentar para 1,4% em 2025 e 1,6% em 2026. Em comparação com as projeções de março de 2024, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em alta para 2024, devido à surpresa positiva no início do ano e à melhoria indicada pela informação que tem vindo a ser disponibilizada. As perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas ligeiramente em baixa para 2025 e permanecem inalteradas para 2026.

As políticas orçamentais e estruturais nacionais devem visar tornar a economia mais produtiva e competitiva, o que ajudaria a elevar o crescimento potencial e a reduzir as pressões sobre os preços no médio prazo. Uma implementação eficaz,

rápida e integral do programa do Instrumento de Recuperação da União Europeia (“NextGenerationEU”), os progressos no sentido de uma união dos mercados de capitais e da conclusão da união bancária, e o fortalecimento do mercado único contribuiriam para promover a inovação e aumentar o investimento nas transições ecológica e digital. A aplicação plena e sem demora do quadro de governação económica da UE revisto ajudará os governos a reduzir os défices orçamentais e os rácios da dívida numa base sustentada.

Inflação

A taxa de inflação homóloga subiu para 2,6% em maio, face a 2,4% em abril, de acordo com a estimativa provisória do Eurostat. A inflação dos preços dos produtos alimentares diminuiu para 2,6%. A inflação dos preços dos produtos energéticos aumentou para 0,3%, após ter registado taxas homólogas negativas durante um ano. A inflação dos preços dos bens continuou a descer em maio, situando-se em 0,8%. Em contraste, a inflação dos preços dos serviços subiu acentuadamente, passando de 3,7% em abril para 4,1%.

A maioria das medidas da inflação subjacente registou nova descida em abril – o último mês para o qual estavam disponíveis dados – confirmando o cenário de uma diminuição gradual das pressões sobre os preços. Contudo, a inflação interna permanece alta. Os salários aumentam ainda a um ritmo elevado, compensando a anterior subida acentuada da inflação. Devido ao carácter faseado do processo de ajustamento salarial e ao importante papel dos pagamentos pontuais, é provável que os custos do trabalho oscilem no curto prazo, como observado no aumento dos salários negociados no primeiro trimestre. Ao mesmo tempo, indicadores prospetivos sinalizam uma moderação do crescimento dos salários no decurso do ano. Os lucros estão a absorver parte da subida acentuada dos custos unitários do trabalho, o que reduz os seus efeitos inflacionistas. As medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo permaneceram globalmente estáveis, situando-se, na maioria, em torno de 2%.

Projeta-se que a inflação global registe nova moderação para níveis próximo do objetivo ao longo de 2025. Tal reflete um abrandamento das pressões sobre os custos, incluindo do lado da mão de obra, e a transmissão gradual aos preços no consumidor do impacto desfasado provocado pelo anterior aumento da restritividade da política monetária. A inflação global medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) deverá apresentar alguma volatilidade durante o resto de 2024, devido a efeitos de base e aos preços mais elevados das matérias-primas energéticas. No médio prazo, a inflação dos preços dos produtos energéticos deverá estabilizar em taxas positivas baixas, tendo em conta as expectativas do mercado quanto às trajetórias futuras dos preços do petróleo e do gás e as medidas orçamentais planeadas relacionadas com as alterações climáticas. Nos últimos trimestres, a inflação dos preços dos produtos alimentares registou uma forte descida, com o abrandamento das pressões acumuladas em virtude dos preços mais baixos das matérias-primas energéticas e alimentares. Em termos prospetivos, a inflação dos preços dos produtos alimentares deverá oscilar em torno dos níveis atuais, antes de registar nova moderação a

partir do final de 2025. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) deverá continuar a ser superior à inflação global durante a maior parte do horizonte de projeção, mas espera-se que prossiga a sua trajetória desinflationista, embora a um ritmo lento e sobretudo em 2025 e 2026. Um elemento central das projeções de junho é a esperada diminuição gradual do crescimento dos salários nominais, de níveis inicialmente ainda elevados, com o desvanecimento dos efeitos em sentido ascendente das pressões para compensação pela inflação num mercado de trabalho restritivo. A recuperação esperada do crescimento da produtividade deverá apoiar a moderação das pressões sobre os custos do trabalho. Além disso, considera-se que o crescimento dos lucros enfraquecerá e amortecerá parcialmente a transmissão dos custos do trabalho aos preços, principalmente em 2024. Em geral, a inflação global média anual medida pelo IHPC deverá baixar de 5,4% em 2023 para 2,5% em 2024, 2,2% em 2025 e 1,9% em 2026. Em comparação com as projeções de março de 2024, a inflação medida pelo IHPC foi revista em alta em 0,2 pontos percentuais para 2024 e 2025. Tal deve-se sobretudo aos preços mais elevados das matérias-primas energéticas e aos dados ligeiramente superiores ao esperado que têm vindo a ser disponibilizados para a inflação medida pelo IHPCX. Acresce que as pressões sobre os custos do trabalho deverão ser ligeiramente mais fortes devido ao crescimento mais elevado dos salários, aliado a perspetivas um pouco mais cautelosas para o crescimento da produtividade. As perspetivas para a inflação global e a inflação medida pelo IHPCX em 2026 não foram objeto de revisão.

Avaliação dos riscos

Os riscos para o crescimento económico são equilibrados no curto prazo, mas permanecem enviesados em sentido descendente no médio prazo. Uma economia mundial mais fraca ou um recrudescimento das tensões comerciais entre as principais economias 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 também poderá ser menor se os efeitos da política monetária se revelarem mais fortes do que o esperado. O crescimento poderá ser mais elevado se a inflação descer mais rapidamente do que o esperado e a subida da confiança e 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.

A inflação poderá revelar-se mais elevada do que o previsto se os salários ou os lucros aumentarem mais do que o esperado. Os riscos em sentido ascendente para a inflação também decorrem das tensões geopolíticas acrescidas, que poderão fazer subir os preços dos produtos energéticos e os custos de frete no curto prazo e originar perturbações no comércio mundial. Além disso, fenómenos meteorológicos extremos, e a atual crise climática, mais em geral, podem elevar os preços dos produtos alimentares. Em contraste, 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 11 de abril de 2024. Os custos de financiamento estabilizaram em níveis restritivos, devido aos efeitos no sistema financeiro dos anteriores aumentos das taxas de juro diretoras. As taxas de juro médias dos novos empréstimos às empresas e do novo crédito à habitação mantiveram-se inalteradas em abril, situando-se em 5,2% e 3,8%, respetivamente.

A dinâmica do crédito mantém-se fraca. O crédito bancário às empresas registou uma taxa de crescimento homóloga de 0,3% em abril, o que representa uma ligeira descida face ao mês anterior. Os empréstimos às famílias continuaram a crescer 0,2% em termos homólogos. A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo – medida pelo M3 – subiu para 1,3% em abril, face a 0,9% em março.

Em conformidade com a sua estratégia de política monetária, o Conselho do BCE procedeu a uma análise exaustiva das ligações entre a política monetária e a estabilidade financeira. Os bancos da área do euro permanecem resilientes. A melhoria das perspetivas económicas promoveu a estabilidade financeira, mas os riscos geopolíticos acrescidos obscurecem o horizonte. Um aumento inesperado da restritividade das condições de financiamento a nível mundial poderia desencadear uma reavaliação do preço dos ativos financeiros e não financeiros, com efeitos negativos na economia em geral. A política macroprudencial é ainda a primeira linha de defesa contra a acumulação de vulnerabilidades financeiras. As medidas atualmente vigentes ou que entrarão em vigor em breve estão a ajudar a manter o sistema financeiro resiliente.

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 foram reduzidas para, respetivamente, 4,25%, 4,50% e 3,75%, com efeitos a partir de 12 de junho de 2024.

A carteira do APP está a diminuir a um ritmo comedido e previsível, dado que o Eurosistema deixou de reinvestir os pagamentos de capital de títulos vincendos.

O Conselho do BCE continuará a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do PEPP até ao final de junho de 2024. No segundo semestre, reduzirá 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.

Como os bancos estão a reembolsar os montantes dos empréstimos obtidos no contexto das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas,

o Conselho do BCE avaliará regularmente a forma como estas operações e a continuação do reembolso das mesmas estão a contribuir para a orientação da política monetária.

Conclusão

Na reunião de 6 de junho de 2024, o Conselho do BCE decidiu reduzir as três taxas de juro diretoras do BCE em 25 pontos base. O Conselho do BCE está determinado a assegurar o retorno atempado da inflação ao seu objetivo de médio prazo de 2%. Para o efeito, manterá as taxas de juro diretoras suficientemente restritivas enquanto for necessário. O Conselho do BCE continuará a seguir uma abordagem dependente dos dados e reunião a reunião na definição do nível e da duração adequados da restritividade. Em particular, as decisões sobre as taxas de juro basear-se-ão na avaliação pelo Conselho do BCE das perspetivas de inflação, à luz dos dados económicos e financeiros que forem sendo disponibilizados, da dinâmica da inflação subjacente e da robustez da transmissão da política monetária. O Conselho do BCE não se compromete previamente com uma trajetória de taxas específica.

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

1 Conjuntura externa

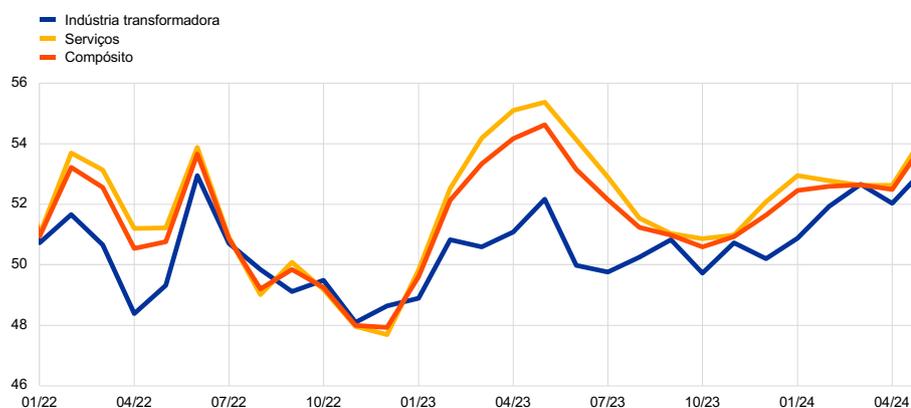
A atividade económica mundial mostra sinais de fortalecimento, apesar de persistirem fatores adversos ao crescimento. Os dados que têm vindo a ser disponibilizados para a atividade mundial (excluindo a área do euro) confirmam uma melhoria muito gradual desde o início do ano, estando os dados concretos cada vez mais alinhados com sinais positivos fornecidos pelos dados indicativos. As perspetivas para o crescimento mundial, refletidas nas projeções macroeconómicas de junho de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, permanecem globalmente inalteradas em relação às projeções macroeconómicas de março de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, com uma ligeira diminuição do crescimento mundial projetado para este ano. Espera-se que o comércio mundial recupere este ano e cresça posteriormente mais em consonância com a atividade mundial, mantendo-se, porém, abaixo do nível da sua tendência histórica ao longo do horizonte de projeção e globalmente inalterado em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2024 elaboradas por especialistas do BCE. De acordo com as projeções, a inflação a nível mundial descera gradualmente no horizonte de projeção.

Os dados que têm vindo a ser disponibilizados confirmam um dinamismo da atividade mundial em sentido ascendente, com os sinais dos inquéritos e os dados concretos mais estreitamente alinhados. O Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto (excluindo a área do euro) aumentou em maio de 2024, com a melhoria do produto nos setores da indústria transformadora e dos serviços (gráfico 1)¹. Tal está em consonância com a evidência fornecida pelo índice de acompanhamento da atividade mundial do BCE, que aponta para uma melhoria do dinamismo sustentada por leituras positivas quer de dados indicativos quer de dados concretos. Este índice indicou uma melhoria gradual da atividade mundial desde o início deste ano, com os dados concretos recentes a ficarem cada vez mais alinhados com sinais positivos provenientes de dados indicativos. Não obstante, persistem fatores adversos ao crescimento mundial, incluindo a diminuição do *stock* de poupança em excesso nas economias avançadas, bem como a moderação da procura interna na China num contexto de dificuldades no setor imobiliário residencial. Além disso, regista-se um arrefecimento gradual dos mercados de trabalho nas principais economias avançadas e uma moderação do crescimento dos salários nominais, proporcionando um menor apoio ao crescimento do rendimento disponível. Consequentemente, as despesas de consumo a nível mundial, que sustentaram a retoma da atividade económica na sequência da pandemia de COVID-19, permanecem moderadas. Estima-se que o crescimento do PIB real mundial tenha abrandado ligeiramente para 0,8% no primeiro trimestre de 2024, face a 0,9% no quarto trimestre de 2023.

¹ Visto que a presente secção se centra na evolução da conjuntura externa da área do euro, todas as referências a indicadores económicos agregados mundiais excluem a área do euro.

Gráfico 1 IGC mundial do produto

(índices de difusão)



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

As perspetivas para o crescimento mundial permanecem, em geral, inalteradas, em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2024 elaboradas por especialistas do BCE.

Uma diminuição modesta do crescimento este ano reflete o impacto dos fatores adversos acima referidos, a continuação de políticas monetárias restritivas e a elevada incerteza num contexto de tensões geopolíticas. De um modo geral, espera-se que o crescimento do PIB real mundial se situe em 3,3% este ano, o que compara com 3,5% em 2023. Projeta-se que o crescimento do PIB real mundial se situe em 3,3% em 2025 e em 3,2% em 2026, ligeiramente abaixo da taxa de crescimento mundial média da última década.

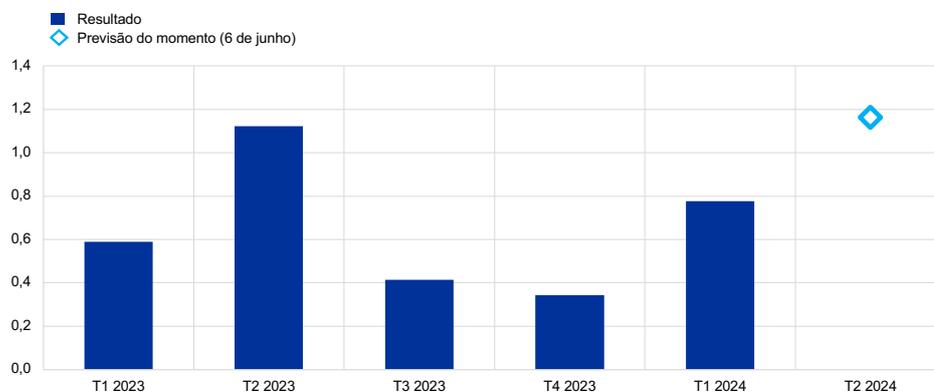
Espera-se que o comércio mundial recupere gradualmente com a normalização dos padrões de procura após a pandemia.

No primeiro trimestre de 2024, o crescimento do comércio mundial acelerou à medida que os efeitos de composição após a pandemia se começavam a dissipar. O dinamismo da procura de serviços observado a nível mundial ao longo do ano passado está agora a deslocar-se no sentido de uma procura de bens mais forte. Em termos prospetivos, espera-se que o crescimento das importações mundiais continue a aumentar, em linha com os sinais fornecidos pela ferramenta de previsão do momento do BCE, que incorpora dados concretos e indicativos sobre o comércio mundial (gráfico 2). Em particular, o IGC mundial relativo às novas encomendas de exportações indica que o dinamismo do crescimento recuperará gradualmente. Além disso, os dados de inquéritos a nível setorial apontam para uma recuperação mais dinâmica nos setores intensivos em comércio, como o turismo e o equipamento tecnológico. Por último, o impacto das perturbações no mar Vermelho no comércio mundial permanece contido e em consonância com as projeções de março de 2024, embora uma potencial intensificação destas perturbações continue a constituir um risco em sentido descendente para o comércio mundial no curto prazo.

Gráfico 2

Importações mundiais

(taxas de variação trimestrais (%))



Fontes: Fontes nacionais (através da Haver Analytics) e cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: O agregado mundial exclui a área do euro. A previsão do momento refere-se a um modelo de fatores dinâmicos com base em 30 variáveis mensais que abrangem a produção industrial, vendas a retalho, comércio, mercado de trabalho, inquéritos e habitação. As últimas observações referem-se a maio de 2024 para a previsão do momento.

Para além do curto prazo, projeta-se que o comércio mundial continue a recuperar gradualmente no horizonte de projeção e apresente um crescimento mais em consonância com a atividade mundial.

De um modo geral, projeta-se que o crescimento das importações mundiais aumente para 2,6% este ano, face a 1,0% em 2023, subindo depois gradualmente para 3,3% por ano no período 2025-2026, globalmente em linha com a ronda de projeções anterior. Espera-se que a recuperação das importações nos mercados emergentes e nas principais economias avançadas, em particular nos Estados Unidos, contribua para a retoma do comércio este ano. No entanto, prevê-se que os níveis do comércio mundial permaneçam abaixo do nível tendencial de 2012-2019, devido ao fraco crescimento do PIB real e às mudanças estruturais em curso nas relações comerciais causadas pelo aumento das tensões geopolíticas. A recuperação da procura externa da área do euro este ano deverá ser menos dinâmica, situando-se em 2,1%. Tal reflete, em grande parte, importações mais fracas por parte de alguns dos principais parceiros comerciais da área do euro – como o Reino Unido e os países da Europa Central e de Leste – no segundo semestre de 2023 e no primeiro trimestre de 2024. Ao longo do horizonte de projeção, espera-se que a procura externa da área do euro aumente 3,4% em 2025 e 3,3% em 2026, alinhando-se mais estreitamente com a dinâmica de crescimento das importações mundiais.

De acordo com as projeções, a inflação nos países pertencentes à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico descerá gradualmente no horizonte de projeção.

A inflação global medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) nos países pertencentes à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) situou-se em 3,4% em abril de 2024, ligeiramente abaixo dos valores observados desde o início deste ano².

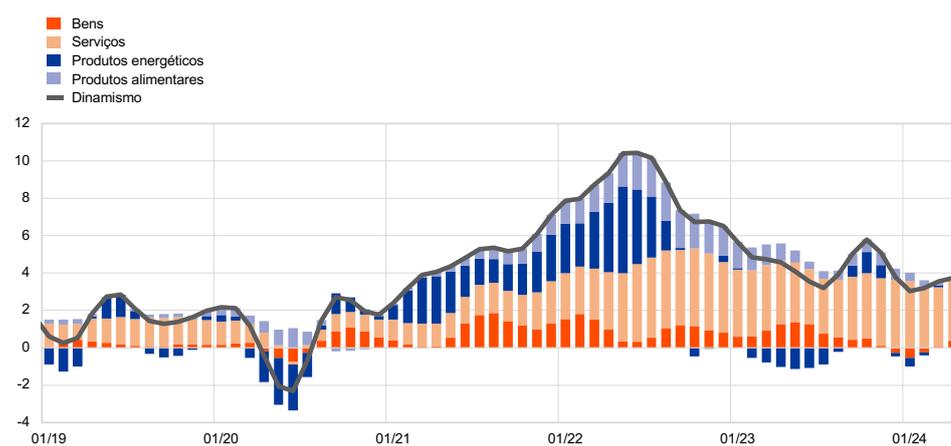
² A Turquia não está incluída nos agregados da OCDE para a inflação global e subjacente, uma vez que o seu nível de inflação permaneceu em valores elevados de dois dígitos. Caso contrário, a inflação global e subjacente medidas pelo IPC nos países da OCDE, incluindo a Turquia, teriam sido de 5,8% em março de 2024 (5,7% em fevereiro) e 6,4% em março de 2024 (6,4% em fevereiro), respetivamente.

A inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e produtos alimentares) diminuiu em abril, passando para 3,8%, face a 4,0% em março. O abrandamento do ritmo de desinflação nos países da OCDE parece dever-se principalmente à persistência da inflação dos serviços, num contexto de ajustamento muito gradual dos mercados de trabalho restritivos nas principais economias. O dinamismo mais elevado da inflação global medida pelo IPC – medida como uma taxa de variação percentual trimestral em cadeia anualizada – indica que a inflação nos países da OCDE poderá aumentar no curto prazo (gráfico 3). Tal é corroborado pelos sinais mais recentes fornecidos pelos dados de inquéritos. Os IGC relativos aos preços dos fatores de produção na indústria transformadora indicam que a inflação dos bens poderá recuperar face aos níveis atualmente muito baixos no curto prazo, enquanto os IGC relativos aos preços dos fatores de produção nos serviços sugerem que a inflação dos serviços, que representa quase dois terços da inflação subjacente medida pelo IPC, poderá continuar a moderar-se gradualmente no sentido da sua média histórica. No que se refere às pressões externas sobre os preços, o crescimento dos preços, nas moedas nacionais e em termos homólogos, das exportações dos concorrentes da área do euro deverá passar a ser positivo este ano e manter-se próximo da média de longo prazo estimada no resto do horizonte de projeção. Estas perspetivas foram revistas ligeiramente em baixa, comparativamente com as projeções macroeconómicas de março de 2024 elaboradas por especialistas do BCE, devido aos resultados mais fracos do que o anteriormente esperado para a inflação dos preços das exportações, compensando o impacto dos pressupostos mais elevados relativos aos preços das matérias-primas na atual ronda de projeções.

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, no conjunto, representam 84% do agregado dos países da OCDE. A inflação dos preços dos bens é calculada como o valor residual do contributo do total dos bens menos os contributos dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. As últimas observações referem-se a abril de 2024.

Quanto aos preços das matérias-primas, os preços do gás e dos produtos alimentares na Europa aumentaram desde a última reunião do Conselho do BCE, enquanto os preços do petróleo desceram. Embora os preços do gás na Europa tenham aumentado, permanecem baixos em comparação com os níveis

observados após a invasão da Ucrânia pela Rússia. Os preços mais elevados do gás refletem perturbações da oferta relacionadas com as exportações de gás natural liquefeito dos Estados Unidos e do Catar, o prolongamento de trabalhos de manutenção realizados em gasodutos na Noruega e os ataques russos às instalações de armazenamento de gás na Ucrânia. Os preços do petróleo bruto desceram, uma vez que as tensões no Médio Oriente continuaram a ter apenas efeitos de curta duração sobre os preços do petróleo, tendo a oferta mundial de petróleo sido pouco afetada. Além disso, a procura mundial de petróleo inferior ao esperado contrariou o impacto da redução da oferta de petróleo e os riscos do lado da oferta sobre os preços. A Agência Internacional de Energia prevê um défice modesto da oferta mundial de petróleo em 2024 e 2025, mas as reservas necessárias para absorver novos choques parecem ser maiores do que antes da invasão da Ucrânia pela Rússia. Os riscos para os preços do petróleo permanecem enviesados em sentido ascendente, em particular se as tensões no Médio Oriente aumentarem. Os preços das matérias-primas alimentares subiram significativamente, refletindo, em grande medida, a evolução dos preços do cacau num contexto de perturbações graves da oferta na África Ocidental. Os preços do cacau diminuíram recentemente face aos picos observados no final de abril de 2024, mas permanecem voláteis. Os preços dos cereais aumentaram devido a uma evolução negativa da oferta.

Nos Estados Unidos, a continuação da atividade económica robusta e a persistência da inflação levaram o Comité de Operações de Mercado Aberto do Sistema de Reserva Federal (*Federal Open Market Committee*) a adiar o primeiro corte das taxas de juro.

O crescimento do PIB real abrandou no primeiro trimestre de 2024 para 0,3%, face a 0,5% no quarto trimestre do ano passado. No entanto, a procura interna manteve-se sólida dado que o contributo negativo do comércio líquido refletiu um grande aumento das importações. O crescimento do rendimento disponível real abrandou e a taxa de poupança voltou a cair no primeiro trimestre. As estimativas disponíveis com base em dados de elevada frequência sugerem que o crescimento do PIB real pode aumentar ligeiramente no segundo trimestre de 2024 mas permanecer abaixo do ritmo de crescimento registado no segundo semestre de 2023. Embora continue a ser muito restritivo, o mercado de trabalho dos Estados Unidos continua a mostrar alguns sinais de arrefecimento. Embora o emprego no setor não agrícola tenha aumentado em abril, situou-se consideravelmente abaixo da média observada no primeiro trimestre de 2024 e a taxa de desemprego aumentou ligeiramente. Tanto o rácio de postos de trabalho por preencher em relação ao desemprego como o crescimento dos salários permanecem elevados, mas estão a diminuir, embora a um ritmo lento. A inflação dos preços no consumidor desceu ligeiramente em abril, situando-se as respetivas medidas da inflação global e subjacente em 3,4% e 3,6%, respetivamente³. Numa análise prospetiva, espera-se que a inflação volte a descer lentamente, mas permaneça acima do objetivo do Sistema de Reserva Federal de 2% durante um período prolongado. Neste contexto macroeconómico, o Comité de Operações de Mercado Aberto sublinhou recentemente nas suas comunicações que as taxas de juro permanecerão elevadas durante mais tempo.

³ A inflação dos preços no consumidor em maio de 2024, divulgada após a data de fecho da presente edição do *Boletim Económico*, diminuiu mais do que o esperado. A inflação global homóloga dos preços no consumidor diminuiu para 3,3%, face a 3,4% em abril de 2024. A inflação homóloga subjacente diminuiu para 3,4%, face a 3,6% em abril de 2024.

A procura interna continua moderada na China, embora o crescimento no primeiro trimestre de 2024 tenha sido mais forte do que o esperado.

O crescimento trimestral do PIB real aumentou para 1,6% no primeiro trimestre, face a 1,2% no trimestre anterior. Tal reflete o aumento do investimento público resultante do estímulo orçamental transitado de uma revisão orçamental no final de 2023, enquanto as fontes privadas da procura interna, nomeadamente o consumo, permaneceram fracas e abrandaram em abril de 2024. Em contrapartida, observou-se uma retoma do elevado crescimento da produção industrial e o investimento continua a registar uma melhoria constante, impulsionado pelo estímulo em projetos de infraestruturas. O mercado imobiliário parece mostrar alguns sinais preliminares de estabilização. Embora o mercado global da habitação ainda registe alguma estagnação, as vendas de habitação e o investimento registaram um aumento recente, acompanhado de um abrandamento da diminuição do início da construção. Em termos de políticas, as declarações das autoridades em abril de 2024 assinalaram um aumento do apoio governamental ao mercado da habitação através da aquisição direta de projetos imobiliários não concluídos pelos promotores, suscitando algum otimismo entre os participantes no mercado. A inflação global homóloga medida pelo IPC aumentou para 0,3% em abril, face a 0,1% no mês anterior, enquanto a inflação subjacente medida pelo IPC também subiu ligeiramente, para 0,7%, face a 0,6% no mesmo período. A continuação do enfraquecimento da evolução dos preços no produtor, em conjunto com uma procura interna fraca, sugere que as pressões inflacionistas na economia chinesa se mantêm moderadas.

O crescimento económico no Reino Unido voltou a recuperar no primeiro trimestre de 2024 e o mercado de trabalho apresenta sinais de menor restritividade.

Após a recessão técnica no segundo semestre de 2023, o PIB real cresceu 0,6% em termos trimestrais em cadeia no primeiro trimestre de 2024, muito acima das expectativas oficiais e do mercado. O contributo do comércio líquido foi positivo devido a uma grande contração das importações, que mais do que compensou a descida das exportações. Embora os dados que têm vindo a ser disponibilizados indiquem um início sólido do segundo trimestre, a atividade económica deverá crescer a um ritmo mais moderado durante o resto do ano. Além disso, o consumo privado permanece relativamente moderado, em linha com salários reais comprimidos, taxas de juro elevadas e uma política monetária e políticas orçamentais restritivas. A inflação global voltou a diminuir, mas persistem pressões sobre os preços dos serviços. A inflação global medida pelo IPC continuou a descer em abril de 2024, caindo para 2,3%, face a 3,2% em março. No entanto, a inflação dos preços dos serviços surpreendeu em alta, situando-se em 5,9% em abril, abrandando apenas ligeiramente face a 6,0% no mês anterior e refletindo o elevado crescimento dos salários, bem como a persistente escassez de mão de obra. A restritividade do mercado de trabalho mantém-se acima da sua média anterior à pandemia. O crescimento dos salários nominais – um fator fundamental subjacente à inflação persistente dos preços dos serviços – continuou a diminuir no primeiro trimestre do presente ano, mas mantém-se em níveis muito elevados. O Bank of England prevê que as pressões sobre os salários continuem a diminuir nos próximos meses.

2 Atividade económica

O PIB real da área do euro aumentou 0,3%, em termos trimestrais em cadeia, no primeiro trimestre de 2024. Esta retoma do crescimento, que se segue a cinco trimestres de estagnação geral da atividade, refletiu um contributo positivo do comércio líquido e da procura interna e um contributo negativo da variação de existências. Os resultados de inquéritos apontam para a continuação do crescimento no segundo trimestre. Embora a produção na indústria seja ainda afetada pela fraca procura, especialmente em setores com uma utilização intensiva de energia, o setor dos serviços apresenta sinais mais claros de uma melhoria generalizada. Do lado da oferta, a recuperação no primeiro trimestre foi inteiramente imputável ao emprego, enquanto a produtividade estagnou. Prevê-se que a economia da área do euro continuará a recuperar no decurso deste ano, em resultado da subida dos rendimentos reais, resultante de uma inflação mais baixa, do aumento dos salários e da melhoria dos termos de troca, para além do desvanecimento gradual do impacto da maior restritividade da política monetária. Além disso, as exportações deverão continuar a crescer em consonância com a procura mundial nos próximos trimestres, embora os desafios em termos de competitividade externa continuem a constituir um risco em sentido descendente.

Estas perspetivas encontram-se globalmente refletidas nas projeções macroeconómicas de junho de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, as quais indicam que o crescimento do PIB real anual se situará em 0,9% em 2024, recuperando depois para 1,4% e 1,6% em 2025 e 2026, respetivamente⁴.

O produto da área do euro aumentou no início de 2024, após mais de um ano de estagnação. De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, o PIB real aumentou 0,3%, em termos trimestrais em cadeia, no primeiro trimestre de 2024: o seu maior aumento trimestral desde o terceiro trimestre de 2022 (gráfico 4)⁵. Os indicadores de curto prazo e os dados nacionais disponíveis apontam para contributos positivos da procura interna e do comércio líquido, em conjunto com um contributo negativo da variação de existências⁶. A melhoria da procura agregada parece ter sido impulsionada sobretudo pelos serviços. Tal é confirmado pelos dados disponíveis do valor acrescentado por país, bem como pelos dados mensais relativos à produção.

⁴ Ver [Projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema – junho de 2024](#).

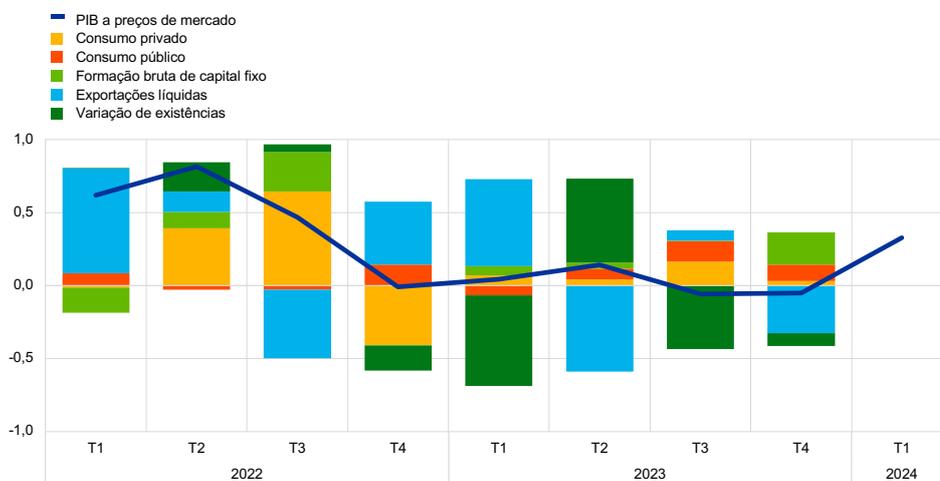
⁵ Ver a caixa intitulada “A recuperação pós-pandemia – por que razão está a área do euro a crescer mais lentamente do que os Estados Unidos?”, na presente edição do *Boletim Económico*.

⁶ A desagregação do PIB na vertente da despesa para o primeiro trimestre de 2024 foi publicada em 7 de junho, após a data de fecho (5 de junho) 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 primeiro trimestre de 2024 (PIB) e ao quarto trimestre de 2023 (todas as outras rubricas).

Os dados de inquéritos apontam para uma continuação da expansão impulsionada pelos serviços no segundo trimestre de 2024.

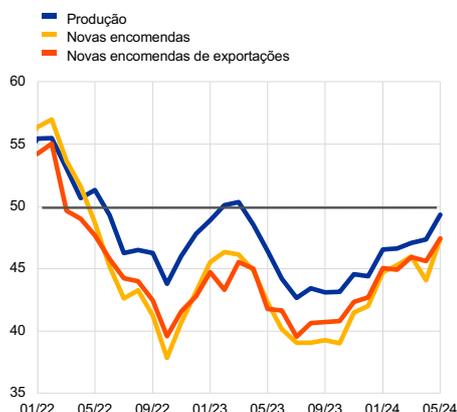
O Índice de Gestores de Compras (IGC) compósito do produto situou-se em 51,9, em média, em abril e maio, o que compara com 49,2 no primeiro trimestre de 2024. O índice, que agora indica um crescimento positivo, prossegue, assim, o seu movimento em sentido ascendente que teve início em outubro de 2023. A nível setorial, o IGC relativo ao produto na indústria transformadora permaneceu em níveis contracionistas em maio, embora tenha aumentado de forma constante a partir do verão de 2023 (gráfico 5, painel a). O índice relativo às novas encomendas, que deverá ser mais prospetivo, apresentou uma melhoria semelhante, embora ligeiramente mais robusta. No geral, estes indicadores sugerem que a queda da atividade no setor da indústria transformadora já atingiu o seu nível mínimo. A recuperação da atividade no setor dos serviços tem sido mais pronunciada, sugerindo que os resultados para o segundo trimestre também serão caracterizados por uma expansão impulsionada pelos serviços (gráfico 5, painel b). A avaliação para o segundo trimestre é corroborada pela evidência fornecida na caixa 2, que mostra que o sentimento da procura e o sentimento da oferta se normalizaram, em grande medida, desde 2022, com base nas teleconferências de apresentação de resultados. Ao mesmo tempo, o sentimento do risco diminuiu ligeiramente, embora permanecendo elevado face aos padrões históricos.

Gráfico 5

Indicadores do IGC entre setores da economia

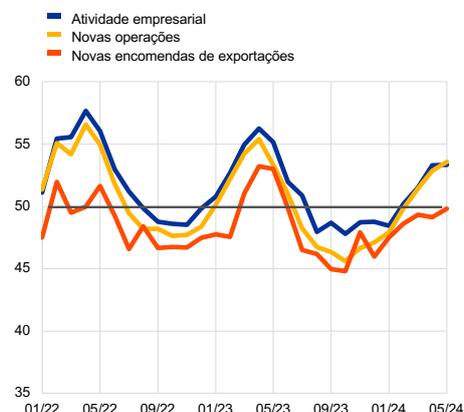
a) Indústria transformadora

(Índices de difusão)



b) Serviços

(Índices de difusão)



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

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

O crescimento do emprego esteve em linha com a atividade económica no primeiro trimestre de 2024.

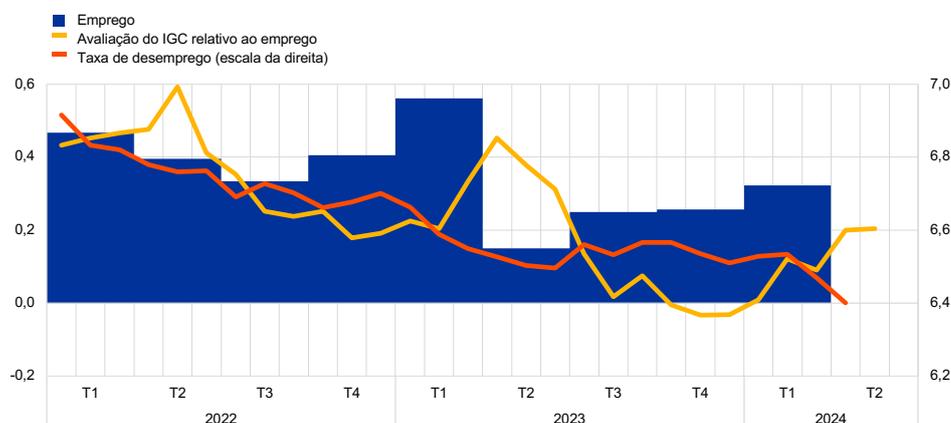
O emprego aumentou 0,3% no primeiro trimestre do ano (gráfico 6, painel a), impulsionado sobretudo pela continuação do crescimento da população ativa. A população ativa implícita, inferida a partir da taxa de desemprego e do número de desempregados, também aumentou 0,3%. A produtividade por trabalhador manteve-se inalterada no primeiro trimestre do ano, dado o crescimento semelhante do PIB e do emprego. No que se refere à margem intensiva, os dados preliminares sugerem um aumento das horas trabalhadas no primeiro trimestre de 2024. A taxa de desemprego desceu ligeiramente para 6,4% em abril, face a 6,5% em março, atingindo o nível mais baixo desde a introdução do euro. A procura de mão de obra mantém-se em níveis elevados, embora a taxa de postos de trabalho por preencher tenha descido ligeiramente no primeiro trimestre de 2024, para 2,8%, ou seja, 0,1 pontos percentuais abaixo do valor registado no trimestre anterior.

Gráfico 6

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

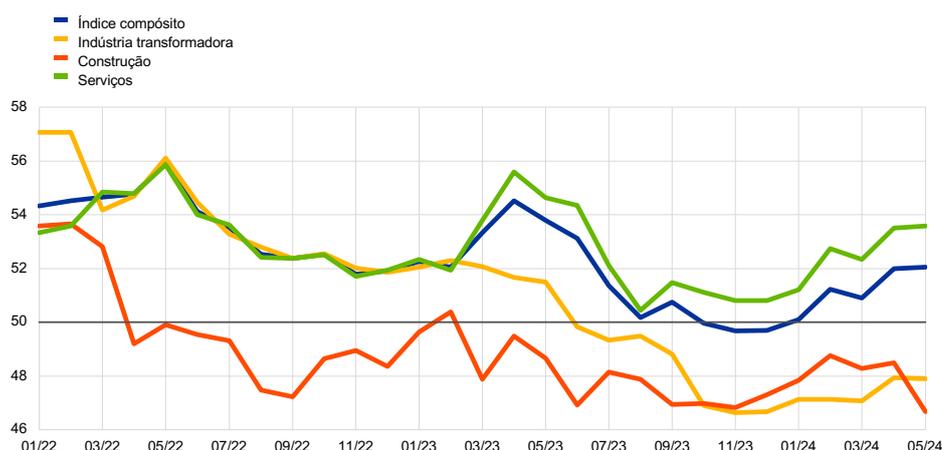
a) Emprego, avaliação do IGC relativo ao emprego e taxa de desemprego

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



b) IGC relativo ao 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, posteriormente dividido por 10 para determinar o crescimento trimestral em cadeia do emprego. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2024 para o emprego, a maio de 2024 para a avaliação do IGC relativo ao emprego e a abril de 2024 para a taxa de desemprego. No painel b), as últimas observações referem-se a maio 2024 para todas as rubricas.

Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho continuam a apontar para um crescimento do emprego no segundo trimestre de 2024.

O indicador mensal do IGC composto relativo ao emprego aumentou de 52,0 em abril para 52,1 em maio, o que sugere uma subida do emprego. Este indicador tinha registado uma descida substancial face ao pico observado em abril de 2023, mas voltou a subir nos últimos meses, impulsionado pelo setor dos serviços (gráfico 6, painel b). O indicador do IGC relativo aos serviços aumentou de 53,5 em abril para 53,6 em maio. Em contrapartida, o indicador do IGC para a indústria transformadora permaneceu em níveis contracionistas.

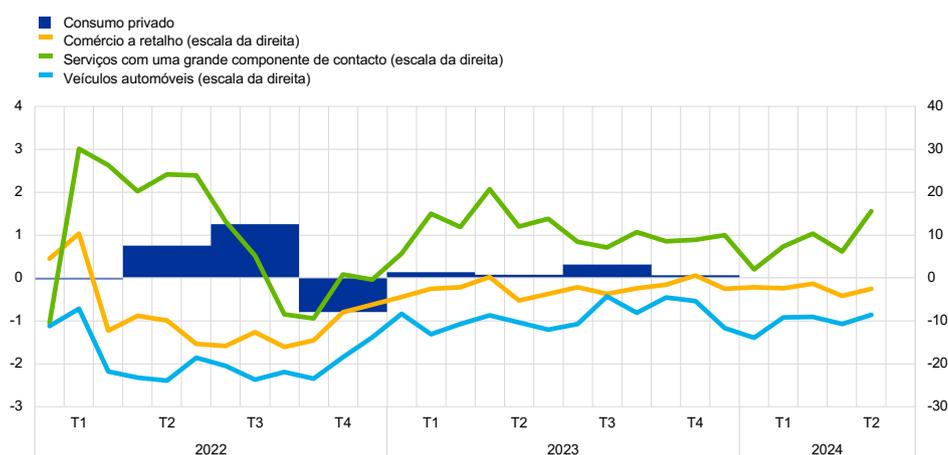
Estima-se que o consumo privado tenha aumentado no primeiro trimestre de 2024 e continue a fortalecer-se no curto prazo.

A agregação dos dados nacionais disponíveis por ocasião da reunião de junho do Conselho do BCE aponta para um pequeno aumento no primeiro trimestre do ano, sendo que o consumo de bens deverá ter permanecido moderado e o de serviços deverá ter sido dinâmico⁷. A fraca despesa em bens reflete-se na atual debilidade dos volumes de vendas a retalho, que no primeiro trimestre de 2024 se situaram apenas 0,1% acima do nível observado no quarto trimestre de 2023. No que respeita à despesa em serviços, a produção de serviços em janeiro e fevereiro situou-se, em média, 1,6% acima do nível observado no quarto trimestre de 2023. Embora os dados de inquéritos que têm vindo a ser disponibilizados sugiram que a despesa em bens possa permanecer fraca no curto prazo, existem alguns sinais de uma recuperação gradual. O indicador da Comissão Europeia relativo à confiança dos consumidores continuou a aumentar em maio. Paralelamente, os indicadores da Comissão relativos às expetativas das empresas para o comércio a retalho e as vendas de veículos automóveis melhoraram, embora permanecendo abaixo das suas médias de longo prazo. As expetativas das empresas em relação aos serviços com uma grande componente de contacto mantiveram-se em terreno positivo e aumentaram fortemente em maio (gráfico 7). De um modo geral, a atual divergência entre o consumo de bens e de serviços é apoiada pelo mais recente inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores, que indica uma resiliência da procura esperada de reservas de férias e uma melhoria apenas gradual da propensão para compras onerosas.

Gráfico 7

Consumo privado e expetativas das empresas no comércio a retalho, serviços com uma grande componente de contacto e veículos automóveis

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



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: As expetativas das empresas para o comércio a retalho (excluindo veículos automóveis), a procura esperada de serviços com uma grande componente de contacto e as vendas 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 quarto trimestre de 2023 para o consumo privado e a maio de 2024 para as expetativas das empresas no comércio a retalho, serviços com uma grande componente de contacto e veículos automóveis.

⁷ A cobertura nacional dos dados disponíveis para calcular a desagregação do PIB na vertente da despesa é de cerca de 85%.

Estima-se que o investimento empresarial tenha recuperado no início de 2024, após uma contração acentuada no final de 2023, esperando-se que continue a recuperar no futuro próximo.

De acordo com a agregação dos dados das contas nacionais disponíveis, o investimento em outros setores exceto construção (excluindo ativos intangíveis irlandeses) deverá ter voltado a crescer no primeiro trimestre de 2024, invertendo apenas parcialmente a contração profunda observada no final do ano passado. A retoma no primeiro trimestre esteve globalmente em linha com os dados de inquéritos, que revelaram uma melhoria após terem atingido o seu nível mínimo no início do quarto trimestre de 2023. Porém, a melhoria do IGC para o setor dos bens de investimento estagnou no primeiro trimestre deste ano. Os dados do IGC apontam para a continuação do fraco crescimento do investimento empresarial no curto prazo, uma vez que a confiança se mostrou fraca em abril e maio, com novas quedas da produção e o facto de as novas encomendas ainda se situarem em terreno profundamente negativo (gráfico 8, painel a). Os inquéritos da Comissão Europeia sugerem também um novo aumento do número de produtores de bens de investimento que mencionam uma procura reduzida como limite à produção no setor. O inquérito bianual às intenções de investimento realizado em março/abril pela Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros da Comissão Europeia sugere um abrandamento da taxa anual de investimento empresarial em 2024, a qual caiu para um nível consistente com a estabilização em termos anuais, embora com intenções tipicamente mais positivas nos países que mais beneficiam de fundos recentemente disponibilizados ao abrigo do instrumento “NextGenerationEU”⁸. Dados preliminares das teleconferências de apresentação de resultados apontam para uma melhoria do sentimento do lucro e de investimento no segundo semestre de 2024, o que indica uma recuperação do investimento no futuro próximo. Do mesmo modo, o indicador de confiança dos investidores da área do euro, com uma antecedência de 6 meses, apresentado pelo índice Sentix entrou em terreno positivo em abril pela primeira vez desde fevereiro de 2022 e fortaleceu-se novamente em maio, o que também implica uma maior apetência pelo investimento no segundo semestre.

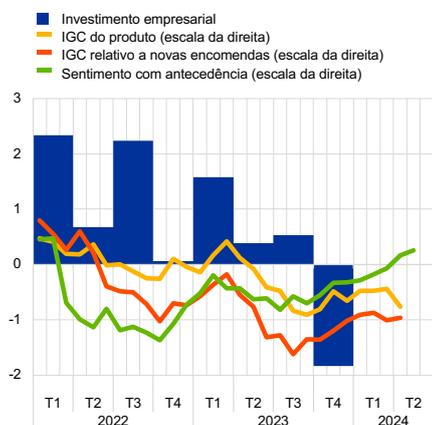
⁸ Ver também Comissão Europeia, [European Economic Forecast – Spring 2024](#), *Institutional Paper*, n.º 286, maio de 2024, pp. 31-32.

Gráfico 8

Dinâmica do investimento real e dados de inquéritos

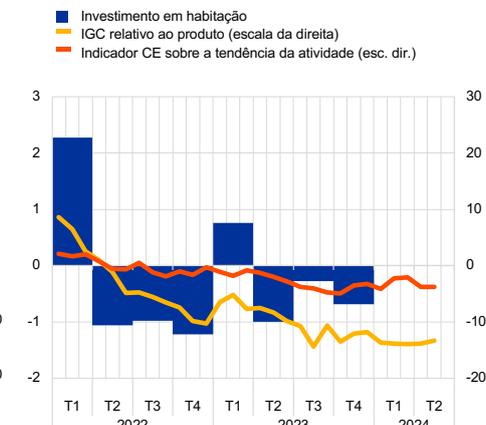
a) Investimento empresarial

(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 (CE), 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 do IGC referem-se a respostas do setor de bens de investimento. "Sentimento com antecedência" refere-se ao subíndice do indicador Sentix referente ao sentimento dos investidores na área do euro (redimensionado por um coeficiente de três) com uma antecedência de 6 meses. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2023 para o investimento empresarial, a maio de 2024 para o índice Sentix e a abril de 2024 para as restantes rubricas. No painel b), a linha relativa ao indicador da Comissão Europeia sobre a tendência da atividade refere-se à média ponderada da avaliação por parte do setor de construção de edifícios e das atividades especializadas de construção da tendência da atividade face aos três meses anteriores, redimensionada para apresentar o mesmo desvio-padrão que o IGC.

A linha do IGC relativo ao produto refere-se à atividade no mercado da habitação. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2023 para o investimento em habitação e a maio de 2024 para o IGC relativo ao produto e para o índice da tendência da atividade da Comissão Europeia.

É provável que o investimento em habitação tenha aumentado no primeiro trimestre de 2024, apesar do fraco dinamismo subjacente, que deverá persistir no curto prazo.

De acordo com a agregação dos dados das contas nacionais disponíveis, o investimento em habitação na área do euro aumentou acentuadamente no primeiro trimestre de 2024 face ao trimestre anterior. Este resultado ficou a dever-se, em grande medida, às condições meteorológicas excepcionalmente amenas na Alemanha e aos efeitos fortes, embora decrescentes, de anteriores incentivos orçamentais em Itália. Também esteve globalmente em linha com o produto no setor de construção de edifícios e das atividades especializadas de construção na área do euro, que aumentou 0,8% no primeiro trimestre de 2024 em comparação com o trimestre anterior. Porém, indicadores baseados em inquéritos recentes apontam para uma descida do investimento em habitação no segundo trimestre, com o IGC do produto para a atividade no mercado da habitação e o indicador da Comissão Europeia relativo ao setor de construção de edifícios e das atividades especializadas de construção a permanecer em níveis contracionistas nos primeiros meses do segundo trimestre (gráfico 8, painel b). No geral, a tendência em sentido descendente do investimento em habitação reflete a subida significativa das taxas de juro do crédito à habitação e a moderação do crescimento dos preços da habitação, em resultado do passado aumento da restritividade da política monetária, que teve um impacto negativo na capacidade de aquisição e na rentabilidade da habitação. É provável que o nível persistentemente elevado das taxas de juro faça com que a capacidade de aquisição e a rentabilidade da habitação permaneçam reduzidas e continuem a afetar o dinamismo do investimento em habitação.

O crescimento das exportações da área do euro começou a normalizar-se no primeiro trimestre de 2024, após um crescimento desfasado face às importações mundiais durante quase um ano.

Os volumes das exportações de bens extra-área do euro recuperaram ligeiramente no primeiro trimestre, expandindo-se 0,1%, dado que a procura mundial moderada continuou a refrear as exportações. É provável que as exportações de bens tenham tido um desempenho aquém das exportações de serviços, refletindo ainda algum entrave à competitividade resultante da crise do gás na Europa. Os preços elevados dos produtos energéticos parecem ter tido um papel importante no fraco desempenho das exportações da área do euro nos últimos anos, dado que as variações das quotas de mercado das exportações nos vários setores desde 2019 parecem estar negativamente correlacionadas com a intensidade energética setorial. A correlação é mais forte no caso da China, onde as perdas de quota de mercado das exportações da área do euro foram substanciais. Numa análise prospetiva, o desempenho das exportações deverá permanecer em consonância com a procura externa. Porém, no curto prazo, os indicadores baseados em inquéritos apontam para a continuação do enfraquecimento das exportações. As novas encomendas de exportações de bens transformados e de serviços melhoraram em maio de 2024, mas permanecem abaixo do limiar de expansão (gráfico 5). Não obstante a despesa interna mais forte na área do euro, a recuperação das importações foi reduzida e os volumes de bens continuaram a diminuir, caindo 1,7% no primeiro trimestre de 2024. No primeiro trimestre do ano, as exportações líquidas deram um contributo positivo para o PIB, refletindo um melhor desempenho das exportações do que das importações. O efeito combinado da queda dos preços das importações e da subida dos preços das exportações deverá resultar numa nova melhoria dos termos de troca.

Espera-se que a economia da área do euro recupere ao longo de 2024, sobretudo devido ao consumo privado.

Tal será facilitado pela subida dos rendimentos reais, resultante da menor inflação, do aumento dos salários e da melhoria dos termos de troca. Embora o impulso dado pelo comércio líquido no início de 2024 reflita, em grande medida, a volatilidade após a descida temporária no final de 2023, espera-se que a procura externa continue a expandir-se e apoie o crescimento das exportações da área do euro. No médio prazo, espera-se também que a recuperação seja apoiada pelo desvanecimento gradual do impacto negativo do passado aumento da restritividade da política monetária e pelo pressuposto de uma menor restritividade das condições financeiras, em consonância com as expectativas do mercado quanto à futura trajetória das taxas de juro. Além disso, o crescimento será apoiado por um mercado de trabalho resiliente, com nova descida do desemprego mais adiante no horizonte de projeção para níveis historicamente baixos.

As projeções macroeconómicas de junho de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema indicam que o crescimento do PIB real anual se situará em 0,9% em 2024, 1,4% em 2025 e 1,6% em 2026.

Em comparação com as projeções de março de 2024, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em alta para 2024, devido à surpresa positiva no início do ano e à melhoria indicada pela informação que tem vindo a ser disponibilizada. As perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas ligeiramente em baixa para 2025 e permanecem inalteradas para 2026.

3 Preços e custos

A inflação global da área do euro aumentou ligeiramente para 2,6% em maio de 2024, após ter-se situado em 2,4% em março e abril. A maioria das medidas da inflação subjacente desceram de novo em abril. As pressões internas sobre os preços diminuíram no primeiro trimestre do ano, refletindo o enfraquecimento dos lucros. As medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo permaneceram globalmente estáveis, situando-se, na maioria, em torno de 2%. As projeções macroeconómicas de junho de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que a inflação global diminua gradualmente de 2,5% em 2024 para 2,2% em 2025 e 1,9% em 2026.

A inflação global na área do euro aumentou para 2,6% em maio (de acordo com a estimativa provisória do Eurostat), face a 2,4% em abril (gráfico 9)⁹.

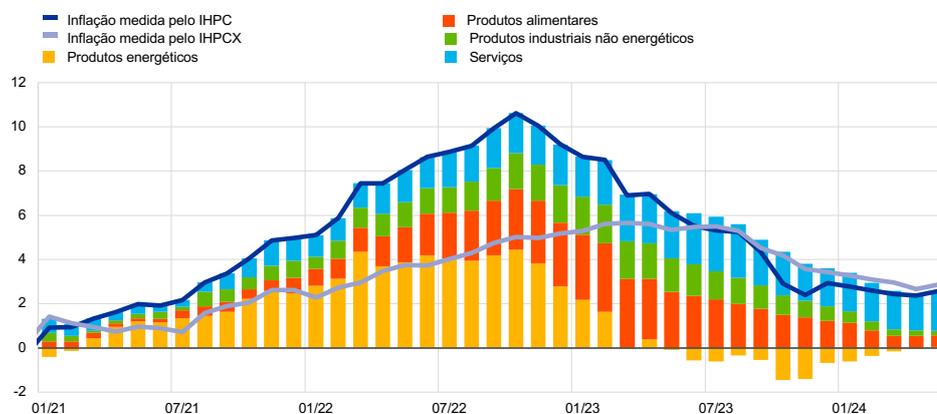
Esta subida resultou de taxas de inflação mais elevadas nos preços dos produtos energéticos e dos serviços, enquanto a inflação dos preços dos produtos alimentares e dos produtos industriais não energéticos diminuiu. A taxa de variação homóloga da inflação dos produtos energéticos aumentou para 0,3% em maio, após ter registado taxas negativas nos 12 meses anteriores. Este aumento reflete um efeito de base em sentido ascendente, devido a uma descida significativa em maio de 2023. A inflação dos preços dos produtos alimentares continuou a abrandar, diminuindo de 2,8% em abril para 2,6% em maio. Esta descida refletiu uma menor taxa de variação homóloga dos preços dos produtos alimentares transformados, enquanto a taxa homóloga dos preços dos produtos alimentares não transformados aumentou. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) subiu para 2,9% em maio, face a 2,7% em abril, devido a um aumento da inflação dos preços dos serviços (4,1% em maio, face a 3,7% em abril). 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.

⁹ A inflação global é medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC).

Gráfico 9

Inflação global e as suas principais componentes

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

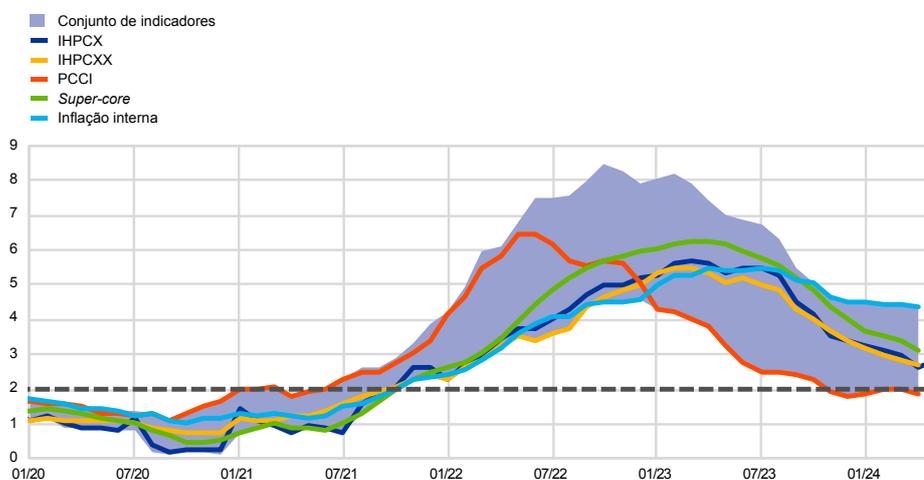
Nota: As últimas observações referem-se a maio de 2024 (estimativa provisória).

A maioria dos indicadores da inflação subjacente continuou a descer, refletindo o desvanecimento dos efeitos de choques anteriores de grande dimensão, bem como uma procura mais fraca num contexto de política monetária restritiva (gráfico 10). Os valores dos indicadores situaram-se num intervalo entre 1,9% e 4,4% em abril, 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 (excluindo rubricas com um elevado conteúdo importado) 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 2,8% em março para 2,7% em abril. O indicador *super-core*, que inclui rubricas do IHPC sensíveis ao ciclo económico, desceu de 3,4% em março para 3,1% em abril, enquanto a medida da PCCI baseada em modelos desceu de 2,0% para 1,9% no mesmo período. O indicador para a inflação interna tem sido a medida mais elevada e persistente, situando-se em 4,4% em março e abril de 2024, refletindo o peso elevado das rubricas de serviços como seguros ou saúde no seu cálculo. Os preços destas rubricas são, por norma, ajustados com menor frequência e registaram uma reação retardada aos anteriores aumentos dos custos.

Gráfico 10

Indicadores da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

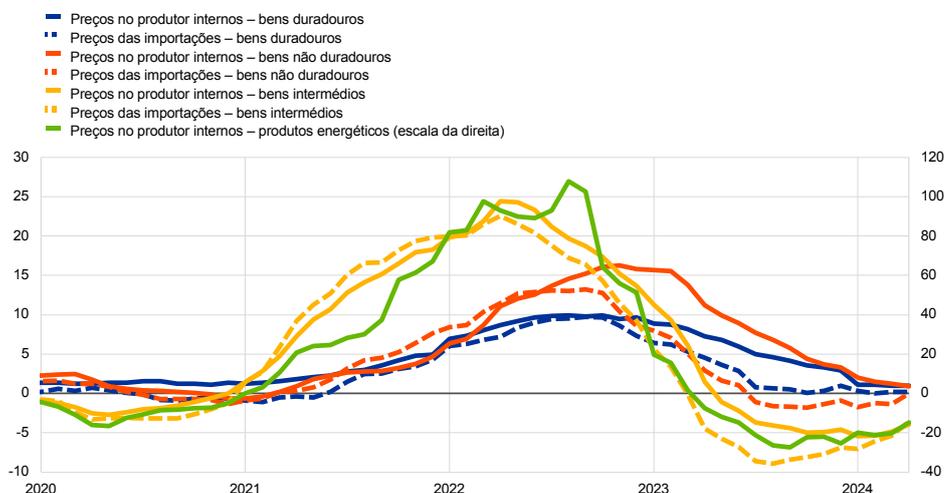
Notas: O conjunto de indicadores da inflação subjacente inclui IHPC excluindo produtos energéticos, IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não transformados, IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX), IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, 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 maio de 2024 (estimativas provisórias) para o IHPCX e a abril de 2024 para os restantes indicadores.

A maioria dos indicadores de pressões acumuladas continuaram a atenuar-se, à medida que os efeitos cumulativos de anteriores choques se continuavam a dissipar (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, subiu ligeiramente para -14,7% em abril, face a -20,3% em março. A taxa de crescimento homóloga dos preços no produtor das vendas internas de bens intermédios também permaneceu negativa (-3,9% em abril, em comparação com -4,8% em março). O mesmo se aplica à inflação dos preços das importações de bens intermédios (-3,5% em abril, após -5,4% em março). Paralelamente, nas fases mais avançadas da cadeia de preços, a inflação dos preços no produtor internos dos bens de consumo duradouros estabilizou em 1,0% em março e abril, face a 1,1% em fevereiro. A taxa de crescimento homóloga correspondente dos preços das importações foi de 0,2% em abril e março, após um crescimento nulo em fevereiro. Observou-se também um novo abrandamento das pressões acumuladas para a inflação dos preços no produtor dos bens não duradouros, com uma nova descida em abril, para 0,9%. A taxa de crescimento homóloga dos preços das importações de bens não duradouros registou um crescimento nulo, em comparação com -1,3% em março. 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 os preços dos produtos alimentares registaram uma convergência em relação aos bens não alimentares em termos de ritmo de desvanecimento.

Gráfico 11

Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a abril 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 5,1% no quarto trimestre de 2023, face a 6,0% no trimestre anterior, devido a um menor contributo dos lucros unitários e dos custos unitários do trabalho (gráfico 12). O impacto reduzido dos custos unitários do trabalho resultou de um crescimento ligeiramente menos negativo da produtividade do trabalho e de uma diminuição do crescimento dos salários, medido em termos de remuneração por empregado, que caiu de 5,3% no terceiro trimestre para 4,9% no último trimestre de 2023¹⁰. Do mesmo modo, o crescimento dos salários medido em termos de remuneração por hora diminuiu para 4,7% no quarto trimestre, face a 5,1% no terceiro trimestre. Estas pressões descendentes dos lucros unitários e dos custos unitários do trabalho foram parcialmente compensadas por um maior contributo dos impostos líquidos unitários, devido a um aumento dos impostos unitários e a uma taxa de crescimento mais negativa dos subsídios unitários. Por seu lado, o crescimento dos salários negociados aumentou para 4,7% no primeiro trimestre do ano, após ter diminuído ligeiramente para 4,5% no quarto trimestre de 2023. Este aumento refletiu quer o ajustamento gradual dos salários a anteriores choques sobre a inflação quer a reestruturização dos mercados de trabalho. Porém, os dados relativos aos acordos salariais mais recentes apontam para uma atenuação gradual em curso das pressões salariais, embora seja provável que permaneçam em níveis relativamente elevados até ao final de 2024¹¹. Projeta-se que o crescimento

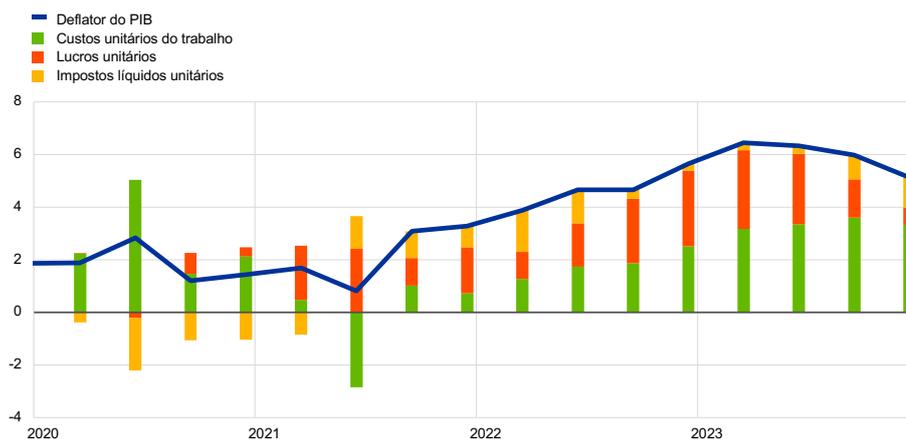
¹⁰ A data de fecho dos dados incluídos na presente edição do *Boletim Económico* foi 5 de junho de 2024. Os dados das contas nacionais divulgados em 7 de junho de 2024 revelam um crescimento homólogo mais forte da remuneração por empregado no primeiro trimestre de 2024 (5,0%, após 4,9% no quarto trimestre) e mais fraco dos custos unitários do trabalho (5,7%, após 6,0% no quarto trimestre). A taxa de crescimento homóloga do deflator do PIB registou nova descida, para 3,6%, no primeiro trimestre de 2024, face a 5,1% no quarto trimestre de 2023.

¹¹ Ver Górnicka e Koester (editores), *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area*, *Série de Documentos Ocasionais*, n.º 338, BCE, fevereiro de 2024.

anual da remuneração por empregado em 2024 se situe, em média, em 4,8%. Posteriormente, deverá prosseguir a moderação ao longo do horizonte de projeção, permanecendo, porém, acima dos níveis históricos, devido a mercados de trabalho ainda restritivos, à compensação pela inflação e a aumentos dos salários mínimos.

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

Os indicadores baseados em inquéritos das expectativas de inflação a mais longo prazo e as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação 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 segundo trimestre de 2024 como no inquérito do BCE a analistas monetários de junho 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) permaneceram globalmente inalteradas nos prazos mais longos da curva de rendimentos, 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%, substancialmente 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 2,1% no segundo semestre. 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 2,2%. Do lado dos consumidores, as expectativas de inflação registaram, em geral, uma ligeira moderação. O inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores

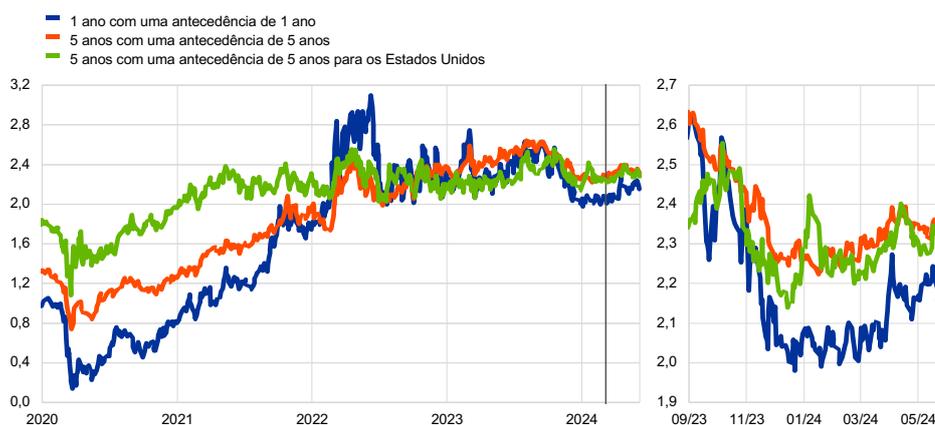
(*Consumer Expectations Survey* – CES) de abril de 2024 mostrou que as expetativas medianas para a inflação global durante o próximo ano se situam em 2,9%, o que compara com 3,0% em março, enquanto as expetativas para a inflação com uma antecedência de 3 anos diminuíram para 2,4%, face a 2,5% em março.

Gráfico 13

Medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação e expetativas de inflação dos consumidores

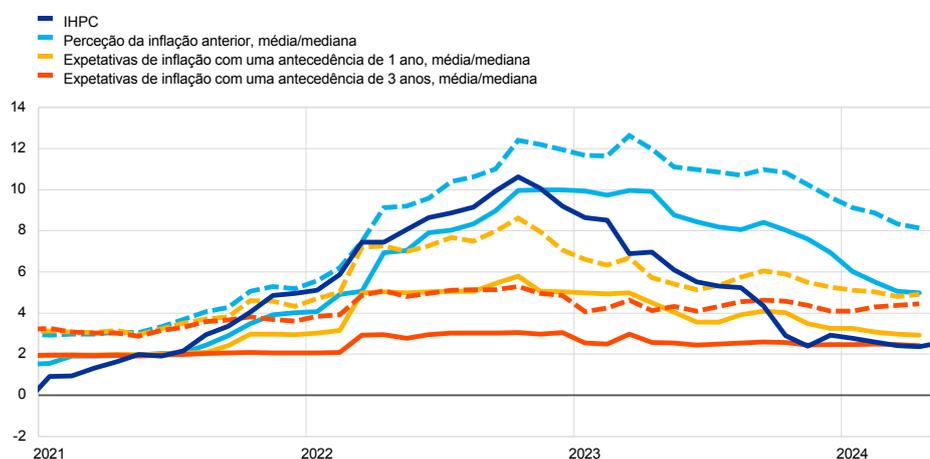
a) Medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação

(taxas de variação homólogas (%))



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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, CES 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 7 de março de 2024. Relativamente ao painel b), as linhas a tracejado representam a média e as linhas contínuas representam a mediana. As últimas observações referem-se a 5 de junho de 2024 para as taxas a prazo, a maio de 2024 (estimativas provisórias) para o IHPC e a abril de 2024 para os restantes indicadores.

As projeções macroeconómicas de junho de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema indicam que a inflação global deverá registar nova moderação, passando de 2,5% em 2024 para 2,2% em 2025 e 1,9% em 2026 (gráfico 14)¹². Esta moderação reflete a continuação do desvanecimento

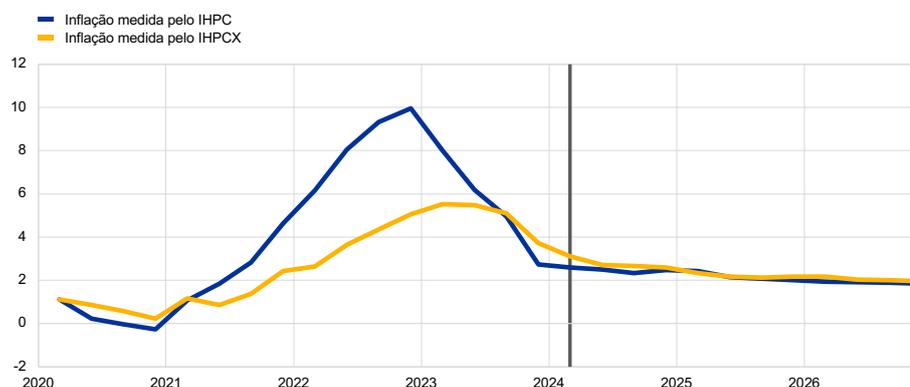
¹² Para mais pormenores, ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – junho de 2024](#).

das pressões acumuladas, bem como o impacto da maior restritividade da política monetária. Tal é apoiado por um crescimento mais fraco dos custos do trabalho e pelo desvanecimento dos efeitos da crise energética. Em comparação com as projeções de março de 2024, as projeções para a inflação global foram revistas em alta para 2024 e 2025, em 0,2 pontos percentuais para ambos os anos, principalmente devido a efeitos de base decorrentes da inflação dos preços dos produtos energéticos e da supressão das medidas orçamentais relacionadas com os produtos energéticos. Projeta-se que a inflação medida pelo IHPCX continue a diminuir nos próximos anos e se situe, em média, em 2,8% em 2024, 2,2% em 2025 e 2,0% em 2026. Em comparação com as projeções de março de 2024, a inflação medida pelo IHPCX foi revista em alta em 0,2 e 0,1 pontos percentuais para 2024 e 2025, respetivamente.

Gráfico 14

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e [projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema – junho de 2024](#).
 Notas: A linha vertical a cinzento indica o último trimestre antes do início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2024 (dados) e ao quarto trimestre de 2026 (projeções). As projeções macroeconómicas de junho de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema foram finalizadas em 22 de maio de 2024 e a data de fecho para os pressupostos técnicos foi 15 de maio 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 7 de março a 5 de junho de 2024, a ênfase nos mercados financeiros da área do euro manteve-se no ritmo de desinflação e nas suas implicações para o momento e a extensão dos eventuais cortes das taxas de política monetária. As taxas isentas de risco de curto prazo deslocaram-se em sentido ascendente para todos os prazos, exceto para os prazos de mais curto prazo, à medida que os participantes no mercado internalizavam as surpresas macroeconómicas em ambos os lados do Atlântico, o que resultou numa moderação das suas expetativas de uma menor restritividade da política monetária. Os prazos curtos da curva a prazo da taxa de juro de curto prazo do euro (euro short-term rate – €STR) mantiveram-se praticamente inalterados, incorporando quase totalmente um corte inicial da taxa de juro de 25 pontos base na reunião de junho do Conselho do BCE. Pelo contrário, a incorporação pelo mercado dos cortes nas taxas até ao final do ano diminuiu para 65 pontos base de cortes cumulativos. A curva a prazo indica que o ciclo de menor restritividade deverá estabilizar entre 2% e 2,5% até ao final de 2026. As taxas isentas de risco de mais longo prazo também registaram um ligeiro aumento, com as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a moverem-se de um modo geral em linha com as taxas isentas de risco. Registou-se igualmente pouca alteração nos diferenciais das obrigações soberanas em relação à taxa dos swaps indexados pelo prazo overnight (OIS) enquanto a forte emissão de obrigações continua a ser bem absorvida pelos investidores. Os preços das ações da área do euro voltaram a aumentar, apoiados por uma melhoria das expetativas de lucros e por uma forte apetência pelo risco, não obstante tensões geopolíticas ainda elevadas. Por último, nos mercados cambiais, o euro registou uma ligeira apreciação em termos ponderados pelo comércio, tendo, no entanto, permanecido globalmente estável face ao dólar dos Estados Unidos.

A curva a prazo dos swaps indexados pelo prazo overnight deslocou-se em sentido ascendente desde a reunião de março do Conselho do BCE no contexto de uma moderação das expetativas dos participantes no mercado de cortes das taxas em 2024 (gráfico 15).

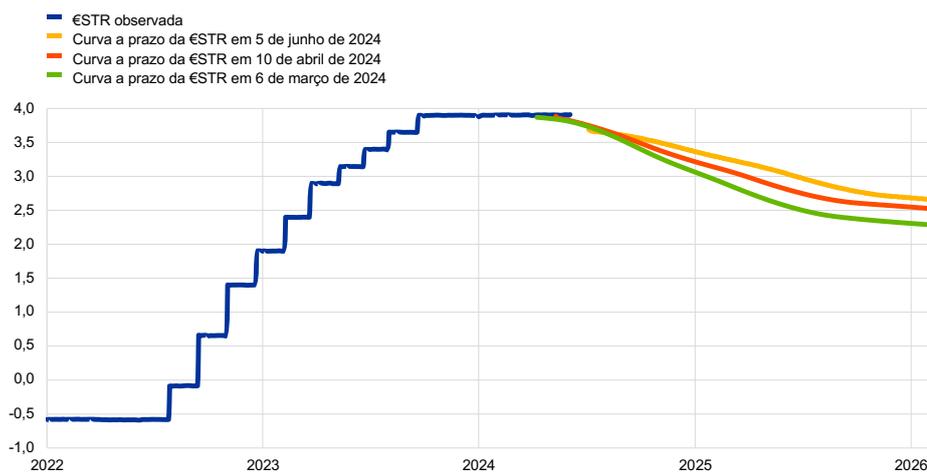
A taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) manteve-se estável em 3,9% no período em análise, refletindo a taxa de juro da facilidade permanente de depósito inalterada, que o Conselho do BCE tem mantido em 4% desde a reunião de política monetária de setembro de 2023. A liquidez excedentária diminuiu cerca de 302 mil milhões de euros entre 7 de março e 4 de junho, fixando-se em 3198 mil milhões de euros. Esta diminuição é reflexo, sobretudo, do reembolso em março da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) e, em menor grau, 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. Os prazos curtos da curva a prazo dos swaps indexados pelo prazo *overnight* que têm por base a €STR incorporaram quase totalmente um corte inicial da taxa de 25 pontos base na reunião de junho. Pelo contrário, as taxas a prazo associadas às reuniões subsequentes do Conselho do BCE têm vindo a aumentar desde a reunião de março. Este movimento indica que os participantes no mercado esperam que os

cortes subsequentes das taxas diretoras durante o resto do ano sejam em menor número e ocorram mais tarde do que o anteriormente previsto. De um modo geral, a curva a prazo passou de incorporar, em março, cerca de 100 pontos base de cortes cumulativos no decurso de 2024 para incorporar cerca de 65 pontos base de cortes cumulativos.

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.

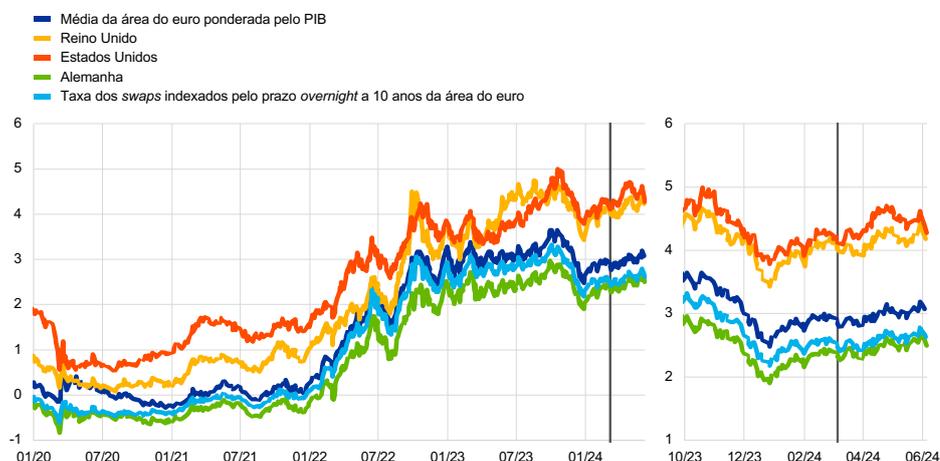
As taxas isentas de risco de longo prazo da área do euro aumentaram ligeiramente, embora menos do que as taxas correspondentes dos Estados Unidos (gráfico 16).

As taxas isentas de risco de longo prazo aumentaram substancialmente na primeira metade do período em análise, impulsionadas sobretudo pela reavaliação das perspetivas para as taxas de juro dos Estados Unidos, antes de registarem uma descida moderada. A taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos do euro aumentou 30 pontos base até ao final de abril e terminou o período em análise em cerca de 2,6%, 16 pontos base acima do nível registado na reunião de março. Nos Estados Unidos, as taxas isentas de risco de longo prazo flutuaram, de um modo geral, de forma mais significativa e aumentaram mais acentuadamente durante o período em análise, em especial em dias de divulgações de dados do índice de preços no consumidor (IPC). A taxa de rentabilidade das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos a 10 anos aumentou 19 pontos base para 4,3%, deixando o diferencial entre as taxas isentas de risco de longo prazo na área do euro e nos Estados Unidos praticamente inalterado. A taxa de rentabilidade das obrigações soberanas do Reino Unido aumentou 19 pontos base para 4,2%.

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 7 de março de 2024. As últimas observações referem-se a 5 de junho de 2024.

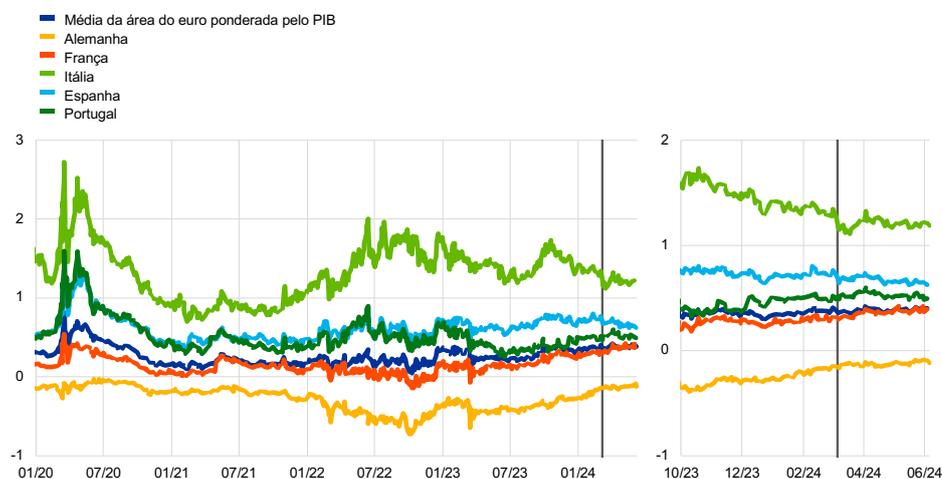
As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro moveram-se, de um modo geral, em linha com as taxas isentas de risco, deixando os diferenciais das obrigações soberanas praticamente inalterados (gráfico 17).

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 24 pontos base acima, em redor de 3,04%, conduzindo apenas a um ligeiro aumento de 5 pontos base do seu diferencial em relação à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR. Os diferenciais das obrigações soberanas entre países, incluindo nos países da área do euro com menor notação, registaram poucas alterações ao longo do período em análise. O período em análise foi marcado pela resiliência do mercado de obrigações soberanas, em que as emissões excecionalmente fortes foram bem absorvidas pela procura dinâmica dos investidores que procuram fixar as taxas de rendibilidade perante a expectativa de um ciclo iminente de cortes das taxas diretas.

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)



Fontes: LSEG e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 7 de março de 2024. As últimas observações referem-se a 5 de junho de 2024.

Os diferenciais das obrigações de empresas com elevada rentabilidade registaram algumas descidas modestas, num contexto de forte apetência global pelo risco. No período em análise, os diferenciais das obrigações de

empresas com elevada rentabilidade diminuíram 14 pontos base, tendo os diferenciais das sociedades financeiras decrescido 23 pontos base, enquanto os diferenciais das sociedades não financeiras (SNF) diminuíram 12 pontos base. Os diferenciais das obrigações de empresas com grau de qualidade de investimento oscilaram moderadamente, situando-se 8 pontos base abaixo do nível registado no fim do período em análise. Os diferenciais na parte com melhor notação do segmento de elevada rentabilidade (B-BB) continuam a situar-se muito abaixo da sua mediana histórica, apesar de uma subida da frequência de incumprimento esperada neste segmento de mercado nos últimos meses. A resiliência do setor empresarial da área do euro tem ajudado a conter os custos de financiamento através de obrigações.

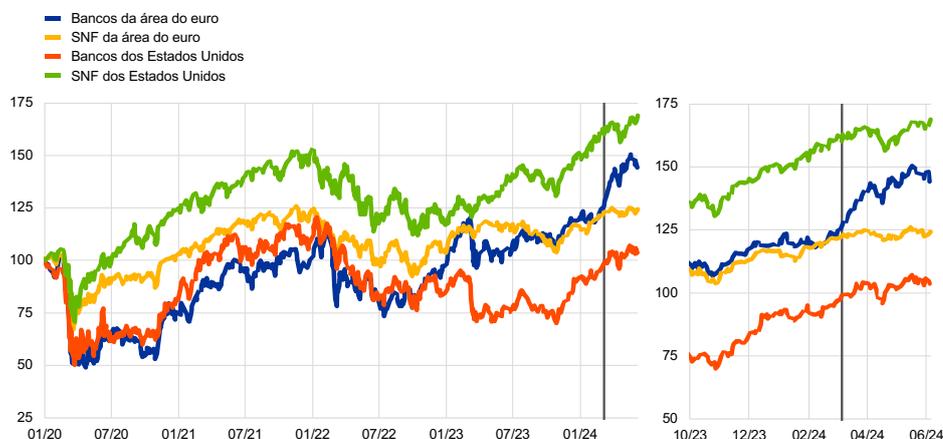
Os preços das ações da área do euro voltaram a aumentar ligeiramente, apesar da elevada incerteza macroeconómica e das taxas de desconto mais elevadas (gráfico 18). Os índices alargados dos mercados bolsistas quer na área do euro

quer nos Estados Unidos voltaram a aumentar no período em análise, embora as tensões geopolíticas tenham permanecido elevadas. Os índices da área do euro e dos Estados Unidos aumentaram cerca de 2,5% e 3,8%, respetivamente. Os preços das ações da área do euro foram apoiados por prémios de risco das ações mais baixos e por expectativas de lucros a curto e a longo prazo mais elevados, que mais do que compensaram o impacto de taxas de desconto mais elevadas. Os preços das ações das SNF da área do euro e dos Estados Unidos aumentaram, no período em análise, 0,9% e 3,6%, respetivamente. Os preços das ações bancárias da área do euro, que aumentaram 12,4%, continuaram a ter um melhor desempenho do que os das congéneres dos Estados Unidos, que registaram um aumento de 4,5%.

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 7 de março de 2024. As últimas observações referem-se a 5 de junho de 2024.

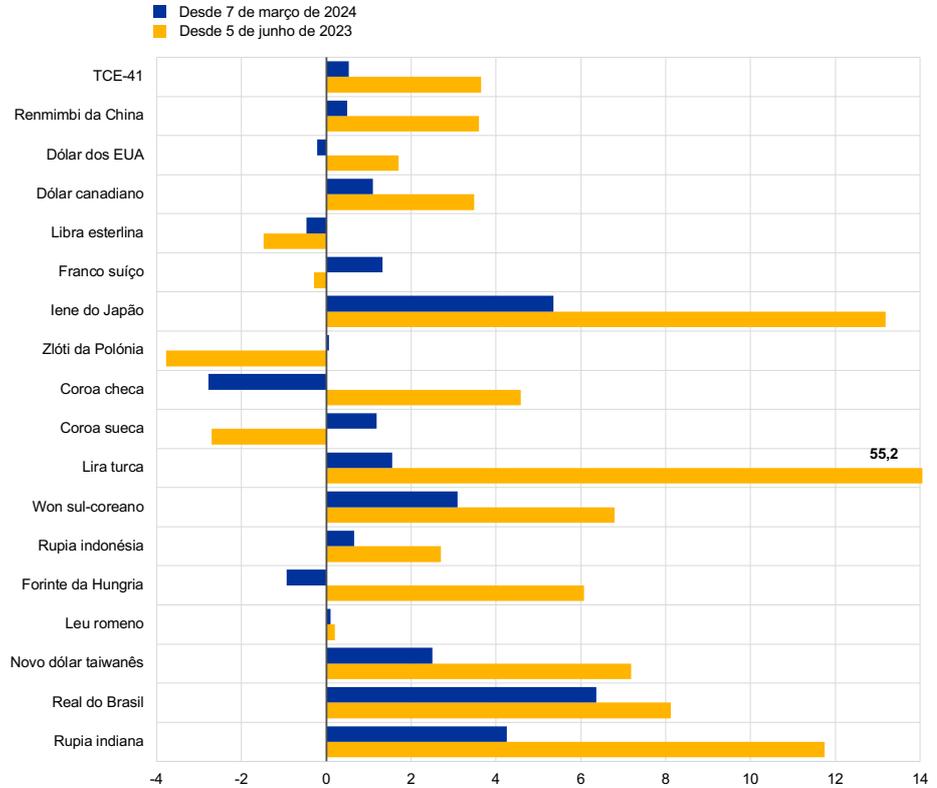
Nos mercados cambiais, o euro registou uma ligeira apreciação em termos ponderados pelo comércio, tendo, no entanto, permanecido globalmente estável face ao dólar dos Estados Unidos (gráfico 19). No período em análise,

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 0,5%. A ligeira apreciação do euro ficou a dever-se sobretudo a ganhos face às moedas de várias economias avançadas, tendo registado uma apreciação de 5,2% face ao iene do Japão, de 1,3% face ao franco suíço, de 1,2% face à coroa sueca e de 1,1% face ao dólar canadiano. Esta evolução refletiu sobretudo uma evolução heterogénea da política monetária. Por exemplo, o banco central da Suíça reduziu as taxas de juro em 25 pontos base para 1,5% em março, o Sveriges riksbank reduziu a sua taxa de juro diretora de 4,00% para 3,75% na reunião de maio e o banco central do Canadá reduziu a sua taxa de juro em 25 pontos base para 4,75% em 5 de junho. O euro registou uma depreciação de 0,4% face à libra esterlina, uma vez que os participantes no mercado recuaram nas suas expectativas quanto ao momento de potenciais cortes das taxas diretoras pelo banco central do Reino Unido. O euro manteve-se relativamente estável face ao dólar dos Estados Unidos (-0,2%), apesar de algumas flutuações entre períodos.

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 5 de junho de 2024.

5 Condições de financiamento e evolução do crédito

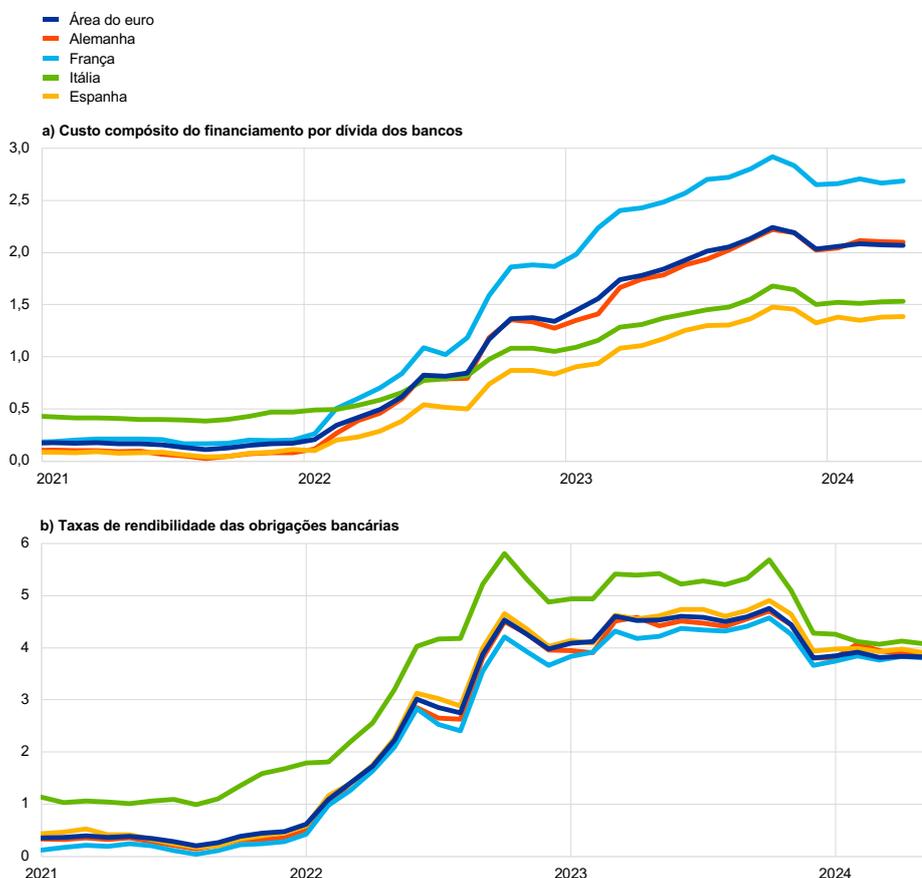
Na área do euro, em abril de 2024, os custos compósitos do financiamento dos bancos e as taxas ativas bancárias mantiveram-se estáveis em níveis elevados. O custo, para as sociedades não financeiras (SNF), do financiamento por dívida baseado no mercado e do financiamento por ações aumentou no período de 7 de março a 5 de junho de 2024. Em abril, os empréstimos bancários às empresas e às famílias estabilizaram em níveis reduzidos, refletindo taxas ativas elevadas, fraco crescimento económico e critérios de concessão de crédito restritivos. A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo (M3) prosseguiu a sua recuperação gradual, impulsionada por entradas externas líquidas consideráveis.

Os custos de financiamento dos bancos da área do euro permaneceram elevados em termos históricos. Dado que a composição do financiamento continuou a mudar no sentido de fontes mais dispendiosas, os custos de financiamento dos bancos mantiveram-se elevados. Em abril de 2024, o custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro não se alterou face a março, situando-se em 2,07% (gráfico 20, painel a). As taxas de rendibilidade das obrigações bancárias aumentaram ligeiramente em abril e as taxas passivas agregadas, que representam a maior percentagem dos custos de financiamento dos bancos, não registaram alterações (gráfico 20, painel b). Esta evolução oculta uma considerável heterogeneidade entre países e variação entre instrumentos e setores. As taxas dos depósitos *overnight* mantiveram-se estáveis em abril, ao passo que as taxas dos depósitos a prazo até 2 anos diminuíram, resultando num ligeiro estreitamento do grande diferencial entre ambas. No entanto, as taxas dos depósitos com pré-aviso até 3 meses subiram um pouco.

Gráfico 20

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

(percentagens homólogas)



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

Notas: Os custos compósitos de financiamento bancário são uma média ponderada do custo compósito dos depósitos e do financiamento por dívida baseada no mercado sem garantia. O custo compósito dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. As taxas de rendibilidade das obrigações bancárias são médias mensais de obrigações de tranches prioritárias. As últimas observações referem-se a abril de 2024 para o custo compósito do financiamento por dívida dos bancos e a 5 de junho de 2024 para as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias.

Em abril de 2024, as taxas ativas bancárias aplicadas nos empréstimos às empresas e no crédito à habitação mantiveram-se estáveis em níveis elevados.

Em abril, as taxas ativas do crédito às empresas permaneceram inalteradas, situando-se em 5,18% e apenas ligeiramente abaixo do máximo de 5,27% atingido em outubro de 2023 (gráfico 21), num contexto de heterogeneidade entre países e prazos na área do euro. Em resultado da curva de rendimentos invertida, as taxas dos empréstimos com períodos de fixação de taxa mais longos continuaram a ser mais baixas do que as com prazos de fixação de taxa curtos. O diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos de pequeno e de grande montante a empresas da área do euro registou nova diminuição em abril, passando para 0,23 pontos percentuais, o nível mais baixo desde a pandemia, refletindo as taxas mais reduzidas dos empréstimos de pequeno montante e as taxas inalteradas dos empréstimos de grande montante. Após quatro descidas consecutivas, as taxas ativas aplicadas a novos empréstimos às famílias para aquisição de habitação mantiveram-se inalteradas, situando-se em 3,80% em abril

e inferiores ao máximo de 4,02% observado em novembro de 2023 (gráfico 21). Esta estabilização foi generalizada a todos os segmentos de prazos. Em abril, as taxas bancárias aplicadas a novos empréstimos às famílias para consumo aumentaram ligeiramente face ao nível registado em março e num contexto de volatilidade, enquanto as taxas dos empréstimos a empresários em nome individual desceram um pouco.

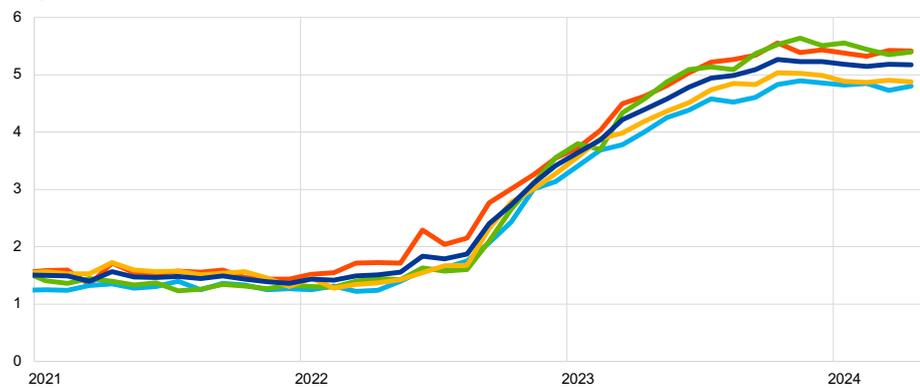
Gráfico 21

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

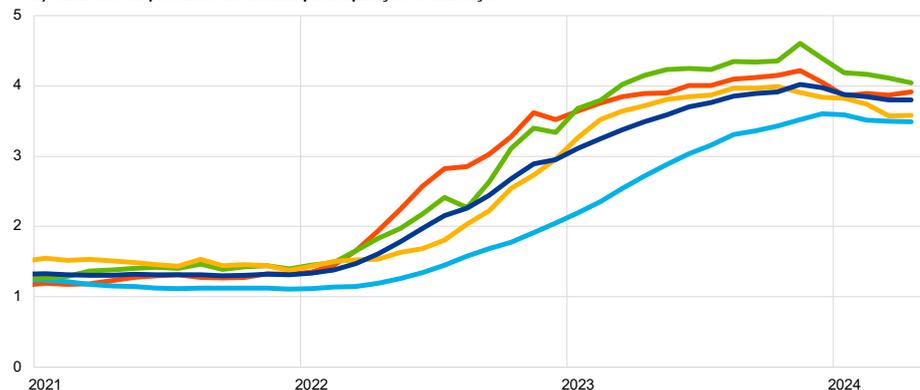
(percentagens homólogas)

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

a) Taxas dos empréstimos às SNF



b) Taxas dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação



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. As últimas observações referem-se a abril de 2024.

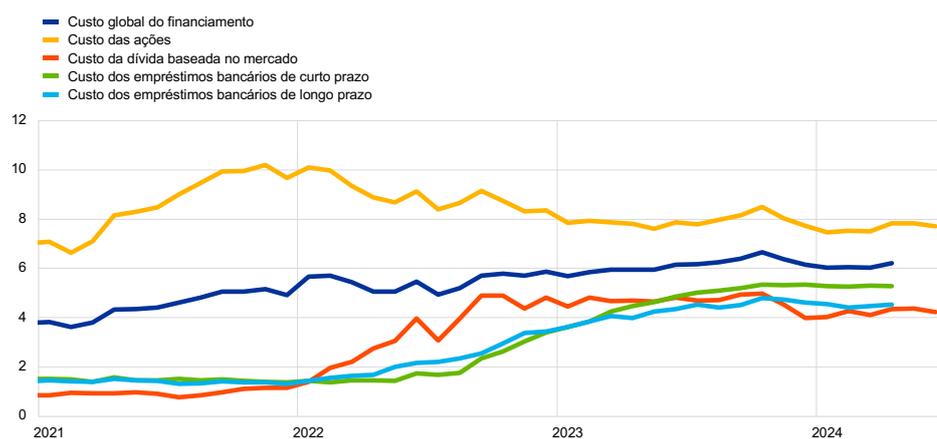
No período de 7 de março a 5 de junho de 2024, o custo para as SNF do financiamento por dívida baseado no mercado e do financiamento por ações aumentou. Com base nos dados mensais disponíveis, o custo global do financiamento das SNF – ou seja, o custo compósito dos empréstimos bancários, do financiamento por dívida baseado no mercado e do financiamento por ações – situou-se em 6,2% em abril, sendo 20 pontos base superior ao nível de março, mas ainda inferior ao máximo plurianual atingido em outubro de 2023

(gráfico 22)¹³. Todas as componentes contribuíram para o aumento do índice do custo global, exceto o custo dos empréstimos de curto prazo, que se manteve praticamente inalterado. Os dados diários relativos ao custo do financiamento por dívida baseado no mercado e do financiamento por ações apresentam um aumento em ambos os indicadores ao longo do período de 7 de março a 5 de junho de 2024. O custo do financiamento por dívida baseado no mercado subiu um pouco, dado que a subida da taxa de juro isenta de risco – aproximada pela taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos – não foi compensada pela compressão dos diferenciais das obrigações emitidas por SNF, tanto no segmento da categoria de investimento como no segmento de elevada rentabilidade. De igual modo, o custo do financiamento por ações aumentou no mesmo período, refletindo a taxa isenta de risco mais elevada, que superou o prémio de risco das ações ligeiramente mais baixo (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 5 de junho de 2024 para o custo da dívida baseada no mercado e para o custo das ações (dados diários) e a abril de 2024 para o custo global do financiamento e para o custo do financiamento bancário de longo e de curto prazo (dados mensais).

Em abril de 2024, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos bancários às empresas e às famílias manteve-se praticamente em zero, refletindo as taxas ativas elevadas, um fraco crescimento económico e os critérios de concessão de crédito restritivos. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às SNF registou uma ligeira descida, situando-se em 0,3% em abril, face a 0,4% em março (gráfico 23, painel a). A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias manteve-se inalterada em 0,2% em abril (gráfico 23, painel b). Enquanto o crédito ao consumo permaneceu resiliente, o crédito à habitação apresentou um crescimento ligeiramente positivo e os empréstimos a empresários em nome individual continuaram a registar taxas de crescimento negativas. Em abril de 2024, o [inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores](#) indicou que uma percentagem

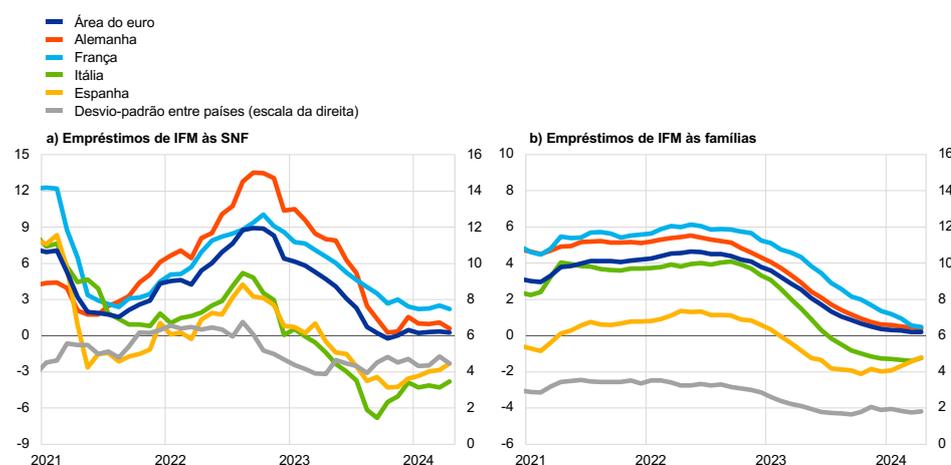
¹³ Devido a desfazamentos na disponibilização de dados para o custo dos empréstimos bancários, só estão disponíveis dados relativos ao custo global do financiamento das SNF até abril de 2024.

líquida ainda grande, mas decrescente, de inquiridos tinha a impressão de que o acesso ao crédito se tinha tornado mais difícil nos 12 meses anteriores e esperava que este passasse a ser ainda mais difícil nos 12 meses seguintes. A atual fraqueza do crescimento dos empréstimos reflete a estagnação do dinamismo do crédito observada desde o início de 2023, devido a uma procura agregada fraca, a critérios de concessão de crédito restritivos e ao impacto da política monetária restritiva nas taxas ativas.

Gráfico 23

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

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



Fontes: BCE e cálculos do BCE.

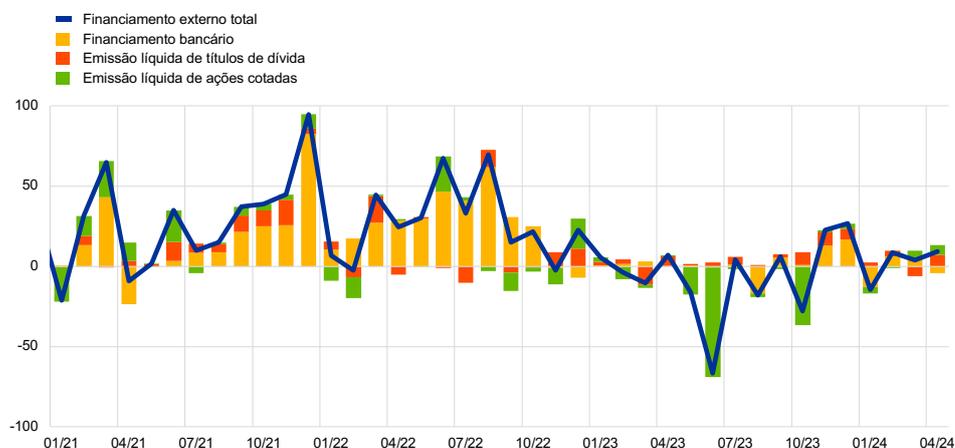
Notas: Os empréstimos das instituições financeiras monetárias (IFM) são corrigidos de vendas e titularização. No caso das SNF, os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*). O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países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

O financiamento externo líquido das empresas da área do euro foi fraco no primeiro trimestre de 2024 e em abril. Os fluxos de financiamento externo líquido continuaram a ser reduzidos em comparação com as médias históricas (gráfico 24). Esta evolução advém dos níveis reduzidos de emissão de títulos de dívida e de financiamento bancário das empresas, visto que a atividade económica permaneceu fraca e as taxas de juro diretas são restritivas. A forte diminuição do volume de empréstimos de curto prazo foi consistente com menores necessidades de fundo de maneio e com o aumento do *stock* de produtos acabados observado em meados de 2023, enquanto os fluxos de empréstimos nos prazos mais longos também se mantiveram fracos, num contexto de procura reduzida de investimento. Ao mesmo tempo, a emissão de ações cotadas recuperou ligeiramente em março e abril, mas permaneceu, em geral, reduzida.

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 abril de 2024.

Em abril de 2024, as empresas e as famílias registaram novo aumento dos depósitos a prazo, perante sinais de abrandamento da reafetação em curso para depósitos a prazo.

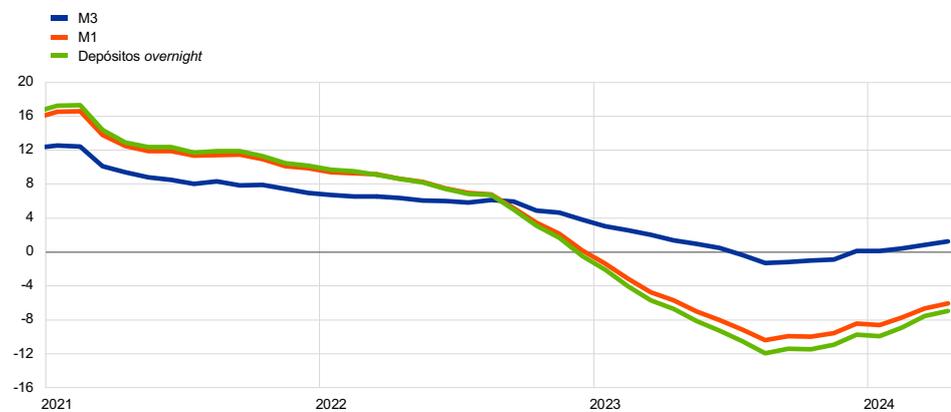
O ritmo de contração da taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* foi mais lento em abril, situando-se em -7,0%, após ter descido para -7,5% em março (gráfico 25). A atual preferência das empresas e das famílias por depósitos a prazo e instrumentos transacionáveis continua a ser explicada pelo facto de a sua remuneração ser mais elevada do que a dos depósitos *overnight*¹⁴. Embora os fluxos de depósitos ainda estejam significativamente mais enviesados no sentido de depósitos a prazo do que no passado, esta reafetação está a perder dinamismo, com o diferencial entre os rendimentos de ambos os instrumentos a estabilizar. A afetação de depósitos pelas empresas está a aproximar-se de um nível mais em consonância com os padrões históricos, sendo que os depósitos *overnight* das famílias registaram o primeiro fluxo mensal positivo desde setembro de 2022. As elevadas taxas de juro de curto prazo continuaram a apoiar o forte crescimento dos fundos do mercado monetário.

¹⁴ Tal como nos anteriores ciclos de aumento da 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.

Gráfico 25

M3, M1 e depósitos *overnight*

(taxas de variação homólogas (%), corrigidas de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

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

A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo (M3)

prosseguiu a sua recuperação gradual em abril de 2024, impulsionada por entradas externas líquidas consideráveis. O crescimento da moeda tem vindo

a aumentar gradualmente nos últimos meses, apesar de os empréstimos às

famílias e às empresas terem permanecido fracos. Em abril, o crescimento do M3

na área do euro aumentou para 1,3%, face a 0,9% em março (gráfico 20). A taxa

de crescimento homóloga do agregado monetário estreito (M1) – que compreende

os ativos mais líquidos do M3 – manteve-se em valores negativos, mas registou

nova subida, passando para -6,0% em abril, face a -6,6% em março. Em abril, a

criação de moeda foi impulsionada por grandes entradas externas, no contexto do

atual excedente da balança corrente devido às fracas importações, e foi apoiada

por uma elevada emissão líquida de obrigações de dívida pública da área do euro.

Essas entradas foram parcialmente compensadas pela continuação da contração do

balanço do Eurosistema, ao passo que o contributo dos empréstimos às empresas e

às famílias continuou a ser fraco.

6 Evolução orçamental

De acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o défice orçamental das administrações públicas da área do euro, que se situava em 3,6% do PIB em 2023, deverá cair para 3,1% do PIB em 2024, decrescendo depois gradualmente para 2,8% em 2025 e 2,6% em 2026. Projeta-se que a orientação orçamental da área do euro se torne significativamente mais restritiva em 2024 e que volte a registar um ligeiro aumento nos dois anos seguintes. O aumento da restritividade em 2024 reflete sobretudo as expectativas de que os governos irão, em grande medida, descontinuar as medidas de apoio face ao aumento dos preços dos produtos energéticos e à inflação. Este fator também contribuirá marginalmente para a maior restritividade da orientação orçamental em 2025, ao passo que o crescimento um pouco mais lento da despesa e as medidas de consolidação adicionais do lado da receita em alguns países acrescem ao ligeiro aumento adicional da restritividade previsto para 2025-2026. Projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro estabilize, de um modo geral, num nível elevado de cerca de 89%, em resultado da continuação de défices primários e de ajustamentos défice-dívida positivos compensados por diferenciais decrescentes, mas ainda negativos, entre taxa de juro e taxa de crescimento. Será agora importante que os governos apliquem de forma plena e sem demora o quadro de governação económica da UE revisto para reduzir os défices orçamentais e os rácios da dívida numa base sustentada. Ao mesmo tempo, uma implementação rápida e eficaz do programa “NextGenerationEU” (NGEU) será crucial para promover a inovação e aumentar o investimento nas transições ecológica e digital.

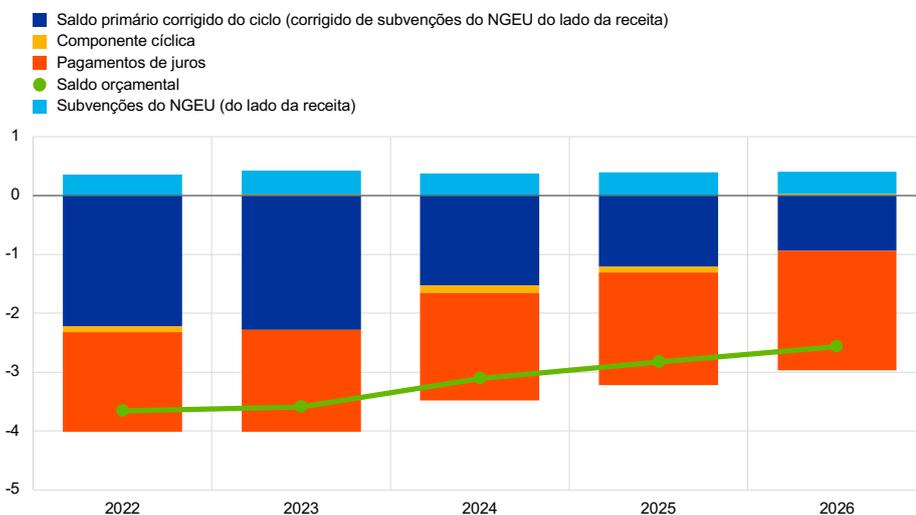
De acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro melhorará moderadamente ao longo do horizonte de projeção (gráfico 26)¹⁵. Numa análise retrospectiva, o défice orçamental da área do euro diminuiu de forma muito marginal, passando de 3,7% do PIB em 2022 para 3,6% em 2023. Numa análise prospetiva, o défice deverá diminuir de forma mais significativa para 3,1% do PIB em 2024 e novamente para 2,8% em 2025 e 2,6% em 2026. A trajetória projetada reflete sobretudo um saldo primário corrigido do ciclo gradualmente decrescente, mas ainda negativo ao longo do horizonte de projeção, tendo a maior redução ocorrido em 2024. Este impacto será, no entanto, compensado parcialmente pelo aumento gradual das despesas com juros ao longo de todo o período, refletindo uma transmissão lenta de anteriores aumentos das taxas de juro, devido a prazos residuais da dívida soberana longos. A queda considerável do défice primário corrigido do ciclo em 2024 é impulsionada sobretudo pela supressão significativa de medidas públicas de apoio orçamental, à medida que o choque energético e a elevada inflação global dos preços no consumidor se desvanecem.

¹⁵ Ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – junho de 2024](#).

Gráfico 26

Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



Fontes: Cálculos do BCE e projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema – junho 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 março de 2024 elaboradas por especialistas do BCE, o défice orçamental em 2023 acabou por ser 0,4 pontos percentuais mais elevado. A nível da área do euro, esta surpresa foi motivada sobretudo por um crescimento da despesa primária superior ao previsto. Além disso, estima-se que o resultado mais adverso continuará a verificar-se em 2024, com uma revisão em baixa do saldo orçamental em 0,2 pontos percentuais, devido a um saldo primário mais baixo. Embora as revisões do saldo orçamental e as suas componentes para 2025 sejam negligenciáveis, está prevista uma revisão em alta de 0,2 pontos percentuais para 2026, devido a uma melhoria do saldo primário.

Projeta-se que a reestruturabilidade da orientação orçamental da área do euro continue a aumentar consideravelmente em 2024 e um pouco mais nos dois anos seguintes¹⁶. 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 reestruturabilidade das políticas orçamentais na área do euro em 2024 (em 0,7 pontos percentuais do PIB). Tal reflete sobretudo as expectativas de que os governos irão, em grande medida, descontinuar as medidas de apoio face ao aumento dos preços dos produtos energéticos e à inflação. Este efeito também contribuirá ligeiramente para uma maior reestruturabilidade da orientação orçamental em 2025, juntamente com um aumento dos impostos e das contribuições para a segurança social, bem como um crescimento mais lento das transferências

¹⁶ 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 medida aqui como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Como as receitas orçamentais mais elevadas relacionadas com as subvenções ao abrigo do NGEU provenientes do orçamento da UE não têm um impacto contracionista na procura, o saldo primário corrigido do ciclo é ajustado de modo a excluir essas receitas. Para mais pormenores sobre o conceito de orientação orçamental da área do euro, ver o artigo intitulado [The euro area fiscal stance](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

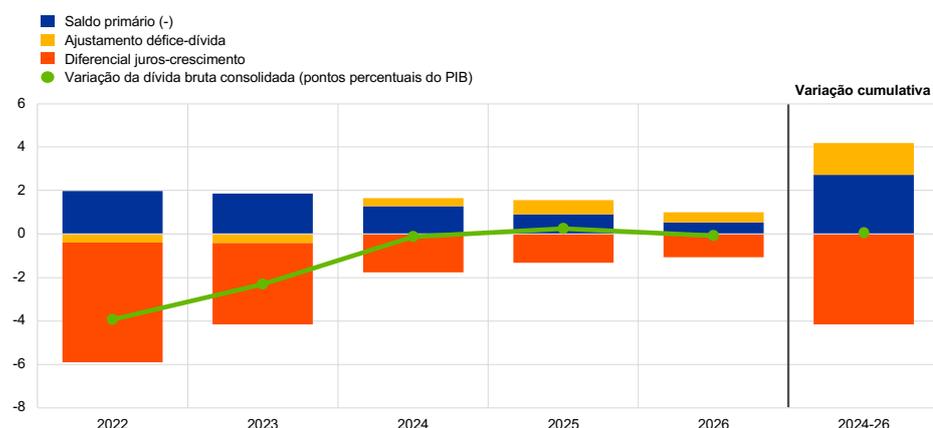
orçamentais. Projeta-se que este aumento da restritividade seja apenas parcialmente compensado pelo fraco crescimento do investimento público. Uma maior restritividade da orientação orçamental em 2026 dever-se-á principalmente à diminuição das subvenções e outras transferências orçamentais. O aumento total da restritividade da orientação orçamental no horizonte de 2024-2026 ascende a 1,3 pontos percentuais do PIB.

Projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro permaneça elevado e estável em torno de 88,5% ao longo de todo o horizonte de projeção (gráfico 27). Durante a pandemia, o rácio da dívida aumentou significativamente, para cerca de 97% em 2020, mas tem vindo a diminuir gradualmente desde então. No entanto, esta tendência de melhoria parece ter cessado. Pelo contrário, espera-se que o rácio da dívida se mantenha bastante estável ao longo do horizonte de projeção, com um ligeiro aumento em 2025 impulsionado por défices primários e pelos ajustamentos défice-dívida positivos esperados, os quais são compensados por diferenciais entre taxa de juro e taxa de crescimento decrescentes, mas ainda negativos.

Gráfico 27

Fatores impulsionadores da variação da dívida pública da área do euro

(em percentagem do PIB, salvo indicação em contrário)



Fontes: Cálculos do BCE e projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema – junho de 2024.

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

A aplicação plena e sem demora do quadro de governação económica da UE revisto ajudará os governos a reduzir os défices orçamentais e os rácios da dívida numa base sustentada. Esta consolidação das finanças públicas, concebida de forma favorável ao crescimento, será necessária nos próximos anos, no contexto de um período em que as políticas orçamentais tiveram de enfrentar múltiplos choques económicos. Ao mesmo tempo, uma implementação rápida e eficaz do programa NGEU será crucial para promover a inovação, fomentar o crescimento potencial e aumentar o investimento nas transições ecológica e digital. Tal deve-se ao facto de, tal como salientado pela Comissão Europeia na sua [avaliação intercalar do Mecanismo de Recuperação e Resiliência \(MRR\)](#), se terem verificado, até à data, atrasos nos desembolsos e investimentos no âmbito do programa, o que conduziu a um impacto positivo no crescimento significativamente menor do que o previsto inicialmente.

Caixas

1 A recuperação pós-pandemia – por que razão está a área do euro a crescer mais lentamente do que os Estados Unidos?

Por Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, António Dias Da Silva e Michel Soudan

O crescimento do PIB real tem sido notoriamente mais fraco na área do euro do que nos Estados Unidos desde o início da pandemia¹. Entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2023, a economia da área do euro cresceu cerca de 3% em termos acumulados, enquanto o PIB real nos Estados Unidos aumentou mais de 8% (gráfico A), resultando num diferencial de crescimento acumulado de cerca de 5 pontos percentuais². Este desvio deve-se sobretudo ao menor consumo privado na área do euro do que nos Estados Unidos, onde as medidas de apoio direto ao rendimento e uma redução relativamente maior da poupança em excesso deram um impulso particularmente forte. A área do euro sofreu um choque substancial sobre os termos de troca depois de a invasão da Ucrânia ter desencadeado uma crise energética. Embora exista evidência inconclusiva quanto à dimensão relativa dos impactos da política monetária nestas duas regiões, o apoio da política orçamental poderá ter sido mais robusto nos Estados Unidos no que toca à intensidade dos vários choques, embora as diferentes convenções de reporte dificultem as comparações. A presente caixa analisa estes e outros fatores determinantes, não avaliando as tendências de crescimento estrutural subjacentes divergentes antes da pandemia³.

Uma desagregação por componente da despesa mostra que o crescimento dinâmico do consumo privado nos Estados Unidos representa a maior parte do desvio do crescimento (gráfico A). O consumo privado contribuiu com cerca de 7 pontos percentuais para a diferença de crescimento entre a área do euro e os Estados Unidos desde o início da pandemia até ao quarto trimestre de 2023.

¹ Ver também de Soyres, F., Garcia-Cabo Herrero, J., Goernemann, N., Jeon, S., Lofstrom, G., e Moore, D., [Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?](#), *FEDS Notes*, Conselho de Governadores do Sistema de Reserva Federal, Washington, 17 de maio de 2024.

² Excluindo dados sobre ativos intangíveis irlandeses voláteis – ver a caixa intitulada [Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2023 – o diferencial de crescimento entre a área do euro e os Estados Unidos no mesmo período é de 5,7 pontos percentuais.

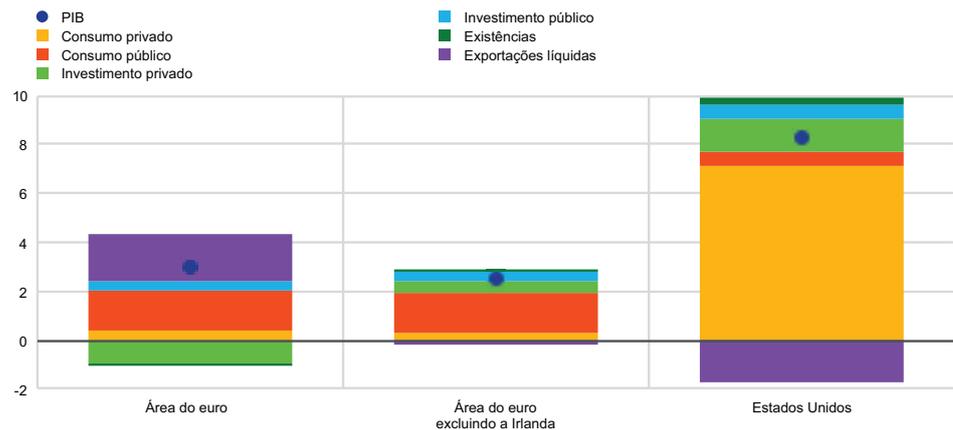
³ A presente caixa não abrange uma análise dos fatores estruturais subjacentes aos diferenciais de crescimento entre os Estados Unidos e a área do euro ao longo das últimas décadas – tais como as estruturas económicas menos favoráveis para a área do euro (ou seja, estruturas de produção e consumo, e regulamentação e políticas setoriais que determinam os incentivos dos agentes económicos para investir, consumir e transacionar a nível nacional e transfronteiras), menor despesa em I&D, menor inovação e adoção de tecnologias digitais, menor potencial de crescimento, custos de financiamento governamentais mais elevados e acesso mais difícil ao crédito.

O investimento e o comércio de ativos intangíveis particularmente voláteis na Irlanda afetaram consideravelmente a área do euro, pesando sobre o investimento e impulsionando as exportações líquidas na área do euro ao longo deste período. Ao mesmo tempo, o investimento privado foi mais forte nos Estados Unidos do que na área do euro – mesmo corrigido de ativos intangíveis irlandeses e apesar de uma queda do investimento em habitação nos Estados Unidos. Pelo contrário, o contributo do comércio líquido para o crescimento foi ainda mais negativo nos Estados Unidos do que na área do euro, após um ajustamento do comércio irlandês intensivo em ativos intangíveis, devido a fortes importações para os Estados Unidos impulsionadas pela procura. O investimento público cresceu um pouco menos na área do euro, embora os níveis tenham sido muito mais elevados do que em anos anteriores, graças ao apoio do programa “Next Generation EU”. Entretanto, o consumo público deu um maior contributo para o crescimento do PIB na área do euro do que nos Estados Unidos.

Gráfico A

Crescimento do PIB real na área do euro e nos Estados Unidos

(variação percentual cumulativa e contributos, T4 2019-T4 2023)



Fontes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis e cálculos do BCE.

Notas: O investimento público da área do euro é aproximado a partir do investimento real total menos a soma das médias móveis de quatro trimestres do investimento nominal não corrigido de sazonalidade por sociedades não financeiras, sociedades financeiras e famílias com base no conjunto de dados das contas setoriais trimestrais do BCE e do Eurostat, deflacionado pelo deflador do investimento total. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2023.

O choque pandémico parece ter tido um maior impacto no crescimento real da área do euro do que no dos Estados Unidos nos últimos anos⁴.

Desde o início da pandemia, as despesas de consumo revelaram-se mais fortes nos Estados Unidos do que na área do euro. Entre outros fatores, tal reflete a resposta da política orçamental à pandemia em 2020, aliada a um mercado de trabalho robusto a partir de então, que serviu para impulsionar o rendimento disponível de forma mais acentuada nos Estados Unidos (gráfico B). A poupança em excesso – em comparação com as tendências anteriores à pandemia – acumulou-se em ambas as regiões. Embora permanecendo elevada na área do euro, a reversão mais rápida da poupança em excesso nos Estados Unidos apoiou substancialmente o consumo privado nesse país em 2022 e 2023 (gráfico B). A composição dos ativos refletida na poupança em excesso desencorajou a despesa na área do euro, uma vez que,

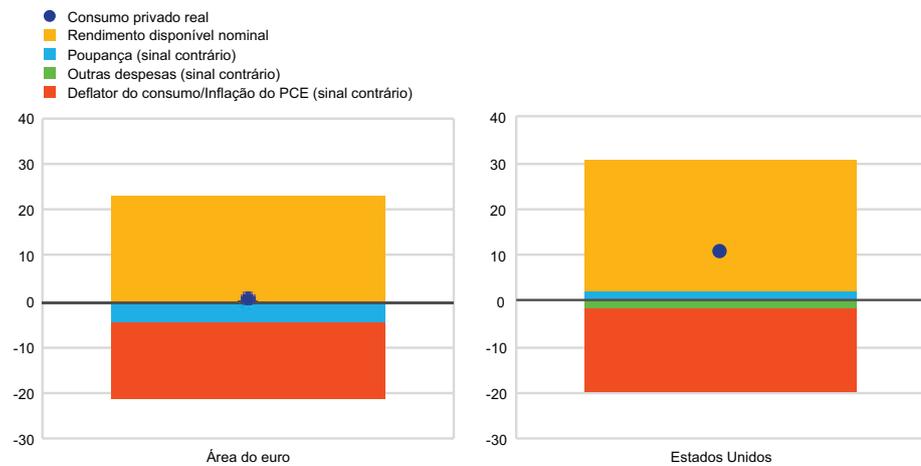
⁴ Ver a caixa intitulada [Evolução económica na área do euro e nos Estados Unidos em 2020](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2021.

em contraste com os consumidores nos Estados Unidos, as famílias da área do euro tinham acumulado detenções de ativos líquidos relativamente reduzidas⁵. Se estas famílias tivessem reduzido a sua taxa de poupança no mesmo montante que as contrapartes nos Estados Unidos no período pós-pandemia, com tudo o resto constante, o diferencial de crescimento acumulado do consumo teria sido de cerca de 3 pontos percentuais em vez dos 10 pontos percentuais efetivamente registados desde o quarto trimestre de 2019.

Gráfico B

Consumo privado, rendimento e poupança na área do euro e nos Estados Unidos

(variação percentual cumulativa e contributos, T4 2019-T4 2023)



Fontes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis e cálculos do BCE.

Notas: As outras despesas referem-se a pagamentos de juros e transferências. O PCE (*Personal Consumption Expenditures Price Index*) é o índice de preços das despesas de consumo pessoal.

A economia da área do euro também foi mais fortemente afetada pelas repercussões da guerra da Rússia contra a Ucrânia.

O impacto económico da invasão da Ucrânia pela Rússia no início de 2022, bem como a subsequente crise energética e os picos da inflação dos produtos alimentares, tiveram um impacto particularmente grave na economia da área do euro. Tal pode ser atribuído à proximidade geográfica, ao nível de dependência das importações de produtos energéticos e alimentares desta região e ao impacto adverso na confiança dos consumidores da área do euro. As perdas substanciais nos termos de troca intensificaram-se à medida que o euro se depreciava face ao dólar dos Estados Unidos e em termos efetivos, ou seja, face a um cabaz de moedas (gráfico C, painel a)⁶. Pelo contrário, os termos de troca nos Estados Unidos mantiveram-se muito mais estáveis, refletindo sobretudo o seu maior grau de independência energética. Na área do euro, o choque considerável sobre os termos de troca resultou em rendimentos reais mais baixos e numa competitividade mais fraca, num contexto de diminuição da confiança e crescente incerteza. Esta situação atenuou o consumo privado, em particular de bens. Enquanto a atividade no setor dos serviços foi incentivada por efeitos de reabertura em ambas as regiões, o

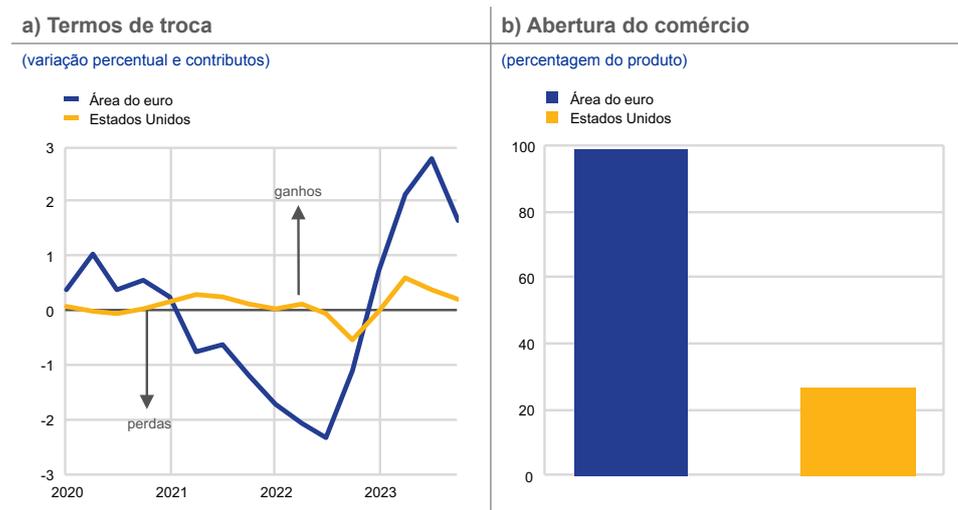
⁵ Ver a caixa intitulada [O impulso para consumir resultante da poupança durante a pandemia – a composição é relevante?](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2023.

⁶ Ver a caixa intitulada [Implications of the terms-of-trade deterioration for real income and the current account](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2022.

crescimento do produto nos serviços foi mais forte nos Estados Unidos. Além disso, a maior abertura do comércio da área do euro significou que o respetivo setor da indústria transformadora esteve particularmente exposto a estrangulamentos no abastecimento e ao abrandamento mundial (gráfico C, painel b).

Gráfico C

Termos de troca e abertura do comércio na área do euro e nos Estados Unidos



Fontes: Eurostat e Bureau of Economic Analysis.

Notas: O painel b) mostra a soma das exportações e importações reais extra-área do euro em percentagem do produto real em 2023, refletindo um maior envolvimento da área do euro no sistema de comércio mundial e, por conseguinte, uma maior sensibilidade da atividade ao comércio na área do euro do que nos Estados Unidos. As últimas observações do painel a) referem-se ao quarto trimestre de 2023, ao passo que as observações no painel b) dizem respeito a 2023.

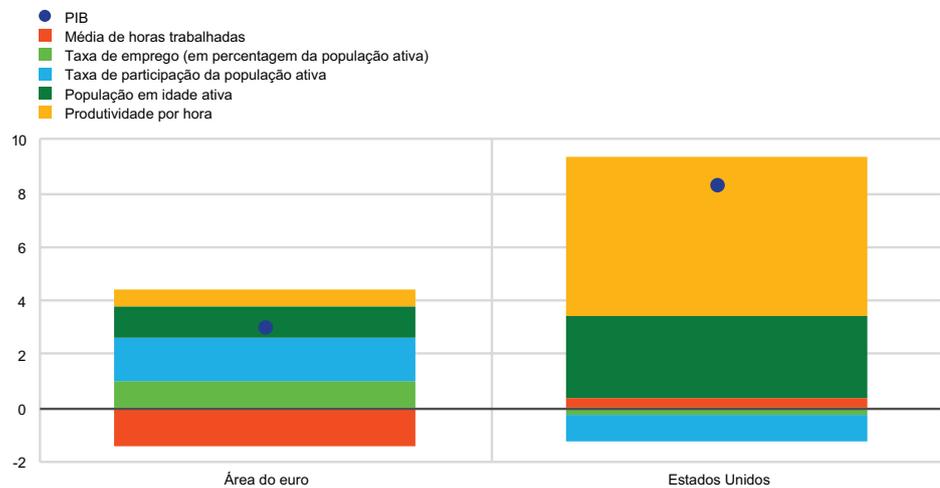
Os Estados Unidos registaram um crescimento da produtividade do trabalho significativamente mais forte do que a área do euro desde a pandemia.

Uma decomposição do crescimento do PIB em produtividade do trabalho, resultados no mercado de trabalho e tendências demográficas revela uma diferença particularmente acentuada na produtividade do trabalho (gráfico D). No período desde o início da pandemia, a produtividade do trabalho por hora trabalhada aumentou apenas 0,6% na área do euro, o que compara com 6,0% nos Estados Unidos. Esta trajetória divergente do crescimento da produtividade teve início no segundo trimestre de 2020, com o fator trabalho total em percentagem do PIB a ajustar-se de forma mais acentuada nos Estados Unidos do que na área do euro. Tal ficou a dever-se, em parte, à implementação de regimes de manutenção de postos de trabalho na área do euro, por oposição ao aumento muito elevado do desemprego nos Estados Unidos. Após uma breve redução, este desvio no crescimento da produtividade começou a aumentar novamente após meados de 2022, com a redução do crescimento da produtividade da área do euro devido ao choque energético. A evolução setorial desempenhou um papel importante no crescimento da produtividade na área do euro, tendo o setor da construção, em particular, dado um contributo negativo para o crescimento da produtividade por hora trabalhada. Ao mesmo tempo, o setor das TIC e os serviços profissionais deram um contributo substancial para o crescimento da produtividade nos Estados Unidos. Além disso, a produtividade do trabalho tende a ser muito mais cíclica na área do euro do que nos Estados Unidos. Tal conduz a um menor crescimento da produtividade em alturas de baixo crescimento do produto (como se observa

atualmente na área do euro) e a um maior crescimento da produtividade quando a economia recupera⁷. O forte crescimento da população nos Estados Unidos, refletindo principalmente a crescente imigração, foi parcialmente contrabalançado por uma queda da taxa de participação global. Em termos de contributos para o crescimento do PIB na área do euro durante este período, a expansão da população ativa, impulsionada por um maior aumento das taxas de participação e um afluxo de trabalhadores migrantes, foi parcialmente compensada por uma descida da média de horas trabalhadas. Na área do euro, o aumento da população ativa foi acompanhado por uma taxa de emprego mais elevada, o que também contribuiu para o crescimento do PIB.

Gráfico D Crescimento do PIB real e o mercado de trabalho

(variação percentual cumulativa e contributos, T4 2019-T4 2023)



Fontes: Eurostat e Bureau of Economic Analysis.

Em comparação com um cenário de ausência de apoio da política orçamental, estima-se que a política orçamental discricionária tenha dado um contributo positivo para o crescimento em ambas as regiões, no geral, embora seja difícil comparar com rigor⁸. No pico da pandemia em 2020, as medidas de política discricionárias ajudaram a atenuar os efeitos do choque pandémico. O estímulo (aproximado a partir da variação do saldo primário corrigido do ciclo em 2020 face a 2019) foi substancial em ambas as regiões, embora mais forte nos Estados Unidos, situando-se acima de 5% do PIB, o que compara com 4% do PIB na área do euro (gráfico E). Em termos de composição, as medidas generalizadas e relativamente elevadas do rendimento das famílias nos Estados Unidos apoiaram o consumo privado, enquanto os estímulos orçamentais na área do euro foram

⁷ Ver Arce, O. e Sondermann, D., [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), *Blogue do BCE*, 6 de maio de 2024.

⁸ Não estão imediatamente disponíveis estimativas comparáveis quanto à dimensão e composição das medidas discricionárias (para além da orientação orçamental), bem como ao seu impacto no crescimento. Relativamente à área do euro, ver a caixa intitulada “The impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth from 2020 to 2022”, no artigo [The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2023. Para 2023, estima-se que o impacto das medidas de política orçamental discricionárias no crescimento seja moderadamente negativo.

mais direcionados no sentido de apoiar o emprego, incluindo através de regimes de manutenção de postos de trabalho⁹. A orientação orçamental tornou-se mais restritiva em ambas as regiões em 2021 e 2022, mas mais nos Estados Unidos do que na área do euro¹⁰. Em 2022, à medida que a crise energética se começava a manifestar na área do euro, os governos adotaram medidas significativas para reduzir os preços dos produtos energéticos e apoiar o rendimento, ascendendo a perto de 2% do PIB; ao mesmo tempo, a posição orçamental consolidou-se significativamente mais nos Estados Unidos, refletindo, entre outros fatores, o desvanecimento das medidas de apoio devido à pandemia. Em 2023, a posição orçamental tornou-se novamente menos restritiva nos Estados Unidos, impulsionada por quebras nas receitas do imposto sobre as mais-valias, bem como por medidas discricionárias, incluindo medidas ao abrigo da lei da redução da inflação que apoiam o investimento na indústria transformadora. Em suma, embora o impulso orçamental acumulado no período de 2020 a 2023 tenha sido semelhante nas duas regiões, deu-se em resposta a choques mais significativos na área do euro. Além disso, dado o défice primário significativamente mais elevado nos Estados Unidos antes da pandemia (e inércia da despesa), os Estados Unidos acumularam défices primários (e dívida) muito mais elevados ao longo deste período do que a área do euro, em particular em 2020-2021 e em 2023¹¹.

⁹ Ver a caixa intitulada [Evolução económica na área do euro e nos Estados Unidos em 2020](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2021. Para uma análise da área do euro, ver também a caixa intitulada [Regimes de trabalho a tempo parcial e os seus efeitos nos salários e no rendimento disponível](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2020.

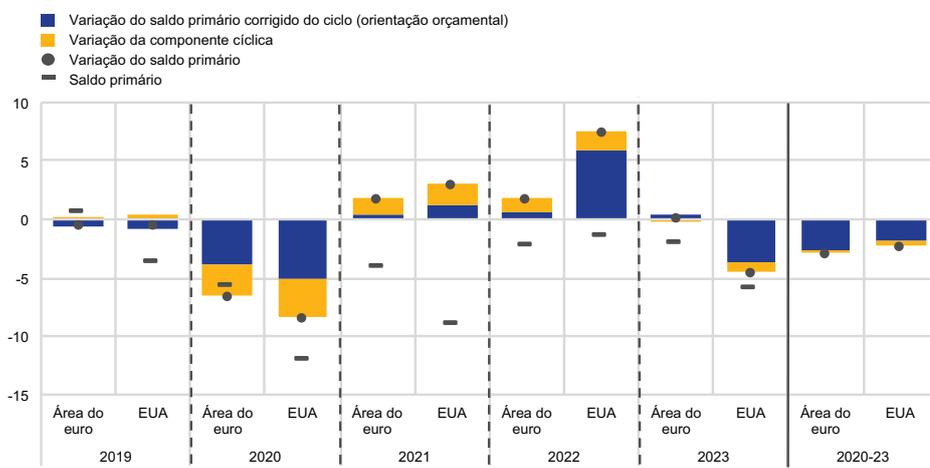
¹⁰ As medidas de estímulo discricionárias prosseguiram na área do euro em 2021, em particular no que respeita ao consumo público (incluindo gastos com os cuidados de saúde) e aos subsídios (regimes de retenção de postos de trabalho e outros apoios às empresas). Fatores não discricionários significativos, sobretudo receitas extraordinárias, contribuíram para a maior restritividade da orientação orçamental apresentada no gráfico E.

¹¹ De acordo com o *World Economic Outlook* do FMI de abril de 2024, os défices primários acumulados no período 2020-2023 foram de 28% do PIB nos Estados Unidos, o que compara com 14% do PIB na área do euro. No mesmo período, o rácio da dívida pública em relação ao PIB aumentou 14 pontos percentuais nos Estados Unidos (para 122,1% em 2023), o que compara com 5 pontos percentuais na área do euro (para 88,6% em 2023). Os dados relativos a 2023 são ainda preliminares e estão sujeitos a revisões.

Gráfico E

Impulso orçamental – contributos da orientação orçamental e das condições cíclicas – e saldos primários globais

(pontos percentuais do PIB, percentagem do PIB)



Fonte: *World Economic Outlook* do FMI de abril de 2024.

Notas: A orientação orçamental é uma aproximação para a resposta em termos de política orçamental discricionária. O impulso orçamental (variação do saldo primário) inclui adicionalmente os estabilizadores automáticos (variação da componente cíclica). Variações negativas (positivas) denotam uma menor (maior) restritividade orçamental. O último painel mostra as variações acumuladas no período de 2020 a 2023. O saldo primário é expresso em percentagem do PIB. O resultado para 2023 é preliminar e está sujeito a revisões.

No que respeita à política monetária, existe evidência inconclusiva do seu impacto relativo nas duas regiões.

Ambas as regiões registaram um grau praticamente idêntico de maior restritividade da política monetária e uma forte transmissão às taxas ativas bancárias no setor privado. No entanto, o impacto nas componentes da despesa foi heterogéneo¹². A transmissão das alterações da política monetária está rodeada de elevados níveis de incerteza¹³ e depende fortemente das estruturas financeiras existentes, com, por exemplo, uma menor percentagem de empréstimos hipotecários com taxa de juro fixa e de dívida das empresas, efeitos de riqueza menos importantes¹⁴, bem como uma maior dependência face ao sistema bancário na área do euro do que nos Estados Unidos. Por exemplo, existem alguns indícios de que a transmissão ao investimento empresarial foi mais significativa na área do euro, enquanto o impacto no investimento em habitação foi maior nos Estados Unidos¹⁵. Além disso, os choques de política monetária nos Estados Unidos tendem a ter um impacto adverso substancial nas condições financeiras e na atividade real da área do euro, enquanto os choques de política monetária da área do euro não têm um efeito semelhante nos Estados Unidos¹⁶.

¹² Ver [The analytics of the monetary policy tightening cycle](#), palestra ministrada por Philip R. Lane, membro da Comissão Executiva do BCE, Stanford, 2 de maio de 2024.

¹³ Ver [The transmission of monetary policy](#), discurso proferido por Philip R. Lane, membro da Comissão Executiva do BCE, Nova Iorque, 11 de outubro de 2022.

¹⁴ Os dados das contas setoriais mostram uma percentagem mais elevada da riqueza financeira e uma maior propensão para consumir essa riqueza nos Estados Unidos do que na área do euro. Ver também a caixa intitulada [O impulso para consumir resultante da poupança durante a pandemia – a composição é relevante?](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2023.

¹⁵ Ver a caixa intitulada [Monetary policy and housing investment in the euro area and the United States](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2023.

¹⁶ Ver Ca' Zorzi, M. *et al.*, [Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World](#), *International Journal of Central Banking*, junho de 2023.

Numa análise prospetiva, as últimas projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema apontam para um menor diferencial de crescimento entre a área do euro e os Estados Unidos nos próximos dois anos. Ao contrário dos Estados Unidos, espera-se que o crescimento do PIB real na área do euro acelere em resultado de um consumo relativamente mais forte¹⁷. Projeta-se também que o desvio do crescimento da produtividade diminua, com uma recuperação mais forte da produtividade do trabalho na área do euro, devido, em parte, a alguma reversão cíclica da acumulação de mão de obra.

¹⁷ Ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2024](#).

2 Informações obtidas através de teleconferências de apresentação de resultados – o que podemos aprender com a perceção e o sentimento do risco das empresas?

Por Malin Andersson, Juliette Guillotin e Pedro Neves

A presente caixa avalia a perceção de riscos e o sentimento com base em dados obtidos através de teleconferências de apresentação de resultados¹.

Recorrendo à análise textual das referidas teleconferências realizadas por empresas de grande dimensão da área do euro, extraem-se da presente caixa medidas tempestivas de perceção das empresas relativamente a riscos específicos, bem como índices de sentimento da procura e da oferta. A referida análise é particularmente informativa na avaliação da forma como as empresas consideram as repercussões de choques graves a nível mundial.

Nas pesquisas textuais, as palavras de um grupo de sinónimos correspondem às transcrições de teleconferências de apresentação de resultados, o que permite a construção de índices de risco e de sentimento com uma frequência trimestral². Mais especificamente, os riscos selecionados estão relacionados com a pandemia de COVID-19, a geopolítica, a inflação, a política monetária, as condições financeiras e as restrições do abastecimento. O índice de risco agregado da área do euro daí resultante revela uma boa correlação com o indicador de incerteza económica da Comissão Europeia (nos seus inquéritos mensais às empresas e aos consumidores), enquanto os índices de sentimento da procura e da oferta se movem em simultâneo, respetivamente, com a procura e o equipamento a serem fatores limitativos da produção (nos seus inquéritos trimestrais às empresas e aos consumidores)³.

¹ Trata-se de uma teleconferência realizada (normalmente uma vez por trimestre) entre o conselho de administração de uma empresa cotada em bolsa, investidores, analistas e a imprensa para debater os resultados financeiros da empresa. Os resultados da análise para o primeiro trimestre de 2024 abrangem um total de 6072 empresas, das quais 563 com sede na área do euro. Está disponível mais informação no [sítio da NL Analytics](#). Ver também a caixa intitulada [Teleconferências de apresentação de resultados: novos dados sobre lucros, investimento e condições de financiamento das empresas](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2023; e Hassan, T.A., Schreger, J., Schwedeler, M. e Tahoun A., [Sources and Transmission of Country Risk](#), *NBER Working Paper*, n.º 29526, novembro de 2021.

² O índice de risco mostra o número de frases em que se menciona uma palavra de um grupo específico de palavras, juntamente com palavras-chave como “risco” ou conceitos semelhantes, expresso em percentagem do número total de frases de risco. O índice de sentimento reflete o número líquido de frases em que o tópico escolhido implica notícias positivas em relação a negativas, em percentagem de todas as frases, e é calculado tanto para as condições da procura como para a oferta.

³ Apesar deste movimento em simultâneo, a “incerteza” difere do “risco”, no sentido em que a incerteza ocorre quando a informação necessária para prever e antever a evolução é insuficiente ou não está disponível. Ao invés, o risco está associado a uma probabilidade económica de ocorrência de um fenómeno económico específico. O risco pode ser visto como resultado da incerteza, ou seja, todos os riscos contêm incerteza, embora nem todas as situações incertas sejam caracterizadas como situações de risco, ver Park, K. F. e Shapira, Z., “Risk and Uncertainty”, em Augier, M. e Teece, D.J. (eds.), *The Palgrave Encyclopaedia of Strategic Management*, 2017; e a caixa intitulada [Impacto do recente aumento da incerteza sobre a atividade económica na área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2020.

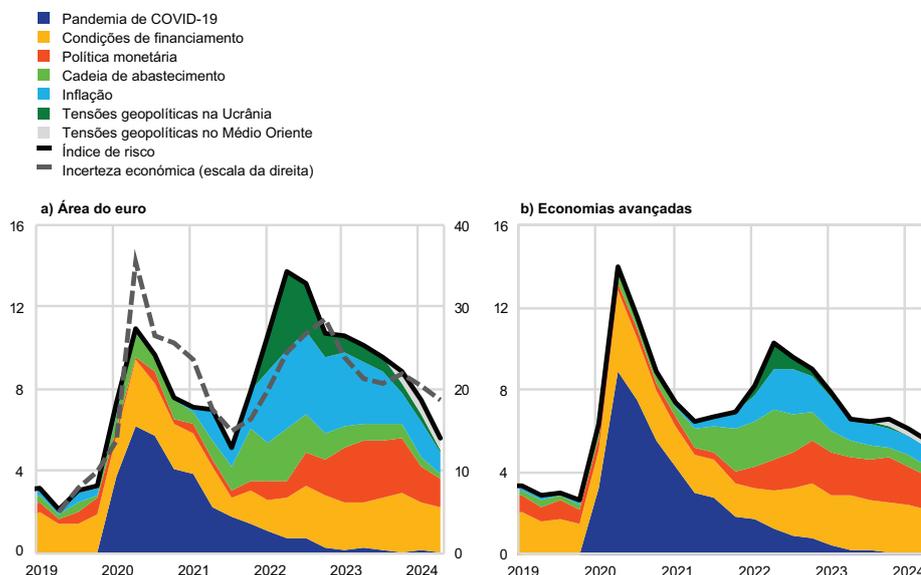
De acordo com as teleconferências de apresentação de resultados, a percepção do risco por parte das empresas permanece mais elevada na área do euro do que noutros países.

A área do euro tem estado particularmente exposta aos grandes choques que atingiram a economia mundial nos últimos anos e sentiu as fortes repercussões económicas associadas. A percepção agregada do risco nas empresas de maior dimensão – captada nos índices de risco resultantes de teleconferências de apresentação de resultados – aumentou simultaneamente na área do euro e em outras economias avançadas com a primeira vaga da pandemia e a invasão injustificada da Ucrânia pela Rússia. No entanto, exceto no auge da pandemia, os riscos foram considerados mais proeminentes na área do euro do que noutras regiões (gráfico A). Por exemplo, a pandemia conduziu a estrangulamentos do abastecimento sem precedentes na indústria transformadora da área do euro e a invasão da Ucrânia pela Rússia impulsionou a inflação dos preços das matérias-primas e a inflação global. Os riscos associados ao aumento da restritividade da política monetária em 2022 também foram considerados mais elevados na área do euro. No primeiro semestre de 2024, o índice de risco situou-se muito acima do seu nível em 2019, embora ainda abaixo dos valores máximos registados anteriormente (gráfico A). Atualmente, as empresas da área do euro consideram os riscos associados à inflação e à política monetária elevados, embora sejam decrescentes. As percepções de risco relacionadas com o lado da oferta e com a guerra da Rússia contra a Ucrânia diminuíram, mas persistem ainda. A percepção do risco decorrente das tensões no Médio Oriente é, até à data, marginal. As condições de financiamento (diferentes da política monetária) parecem ser um risco sempre presente para as empresas, o que era, portanto, também evidente antes da pandemia, embora atualmente seja um pouco maior.

Gráfico A

Índices de risco – percepções das empresas quanto a alguns riscos macroeconómicos importantes

(percentagem de todas as frases de risco; saldos líquidos em percentagem)



Fontes: NL Analytics, Comissão Europeia (DG ECFIN) e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O risco reflete a frequência da ocorrência, nas teleconferências de apresentação de resultados das empresas, de palavras como "risco" ou conceitos semelhantes, juntamente com sinónimos de *pandemia da COVID-19* (coronavírus, COVID-19, risco de COVID-19, crise da COVID-19); *condições de financiamento* ((crise OU instabilidade OU volatilidade) E financeira, incumprimento, falência*, soberana, dívida, liquidez, empréstimo, crédito*, custo* de financiamento, custo* de obtenção de financiamento, capacidade de crédito, disponibilidade de crédito, condições de financiamento, contração de empréstimos*); *política monetária* (taxa* de juro, monetária, Reserva Federal, Fed, Banco Central Europeu, BCE, FOMC, Banco da China, banco central, autoridade monetária); *cadeia de abastecimento* (cadeia de abastecimento, estrangulamento da cadeia de abastecimento, estrangulamento, perturbação do abastecimento, escassez do abastecimento, estrangulamento do abastecimento, choque do abastecimento, restrição do abastecimento, restritividade do abastecimento, risco da cadeia de abastecimento); *inflação* (inflação); *tensões geopolíticas na Ucrânia* (Ucran* OU Russ*) E (guerra OU invasão OU conflito OU geopolítico* ou violência OU crise OU militar OU tens*), Russ* E gás); *tensões geopolíticas no Médio Oriente* (Gaza, Israel, Hamas, Palestina, Palestínianos, Israelitas, Líban*, Houthi*, Irão, Iémen, Médio Oriente E (conflito OU guerra OU violência ou tens* OU crise OU invasão OU militar OU geopolítico*), mar Vermelho, canal de Suez). As empresas da área do euro constituem cerca de 8% do conjunto da amostra. Relativamente a outras economias avançadas, as empresas dos Estados Unidos constituem 61% da amostra, as empresas do Reino Unido 3% e as empresas de outras economias avançadas 15% (incluindo Canadá, Austrália, Nova Zelândia, Japão, Coreia do Sul, Noruega, Suíça e Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro). As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2024 para as teleconferências de apresentação de resultados (realizadas até 31 de maio) e a maio para o índice de incerteza.

As transcrições de teleconferências de apresentação de resultados também podem ser utilizadas para calcular índices de sentimento entre as empresas.

Estes índices combinam uma previsão do momento e uma perspetiva a curto prazo do ciclo económico da área do euro, tendo em conta que os membros com funções executivas transmitem frequentemente não só as suas opiniões sobre as perspetivas da empresa, mas também a sua avaliação do ciclo económico e das perspetivas quer a nível setorial quer a nível macro. Deste modo, os índices de sentimento para a procura e a oferta ajudam a detetar mudanças no ciclo económico da área do euro de forma atempada. O método fornece uma abordagem complementar – bem como uma mensagem coerente – para outras formas de identificação de choques da procura e da oferta que guiam o PIB, tais como os baseados em modelos de vetores autorregressivos estruturais⁴.

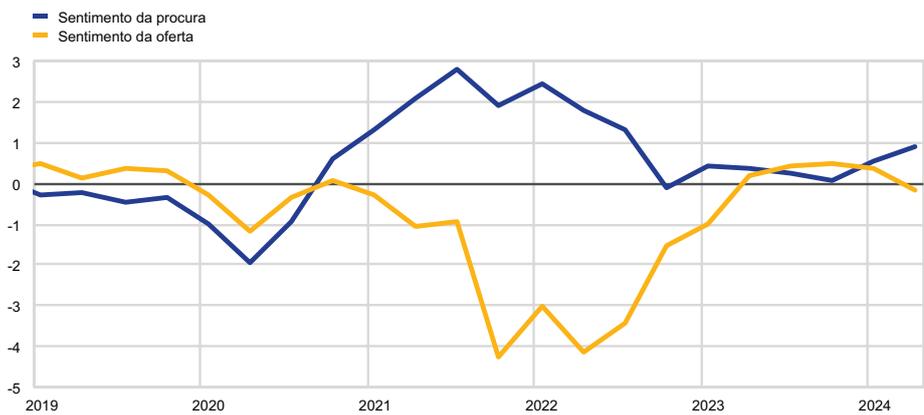
⁴ Ver a caixa 3 do artigo intitulado [The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2023; e Ruch, F.U. e Taskin, T., [Global Demand and Supply Sentiment: Evidence From Earnings Calls](#), *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 86, n.º 2, abril de 2024.

De um modo geral, o sentimento da procura e o sentimento da oferta normalizaram-se (gráfico B).

As condições da procura na área do euro regressaram à sua média histórica em 2023, tal como é ilustrado por um índice de sentimento da procura baseado nas teleconferências de apresentação de resultados. O sentimento da procura foi particularmente elevado em 2021 e 2022, com a reabertura da economia após a pandemia. No segundo semestre de 2022, começou a diminuir e deteriorou-se um pouco mais no decurso de 2023, em consonância com um crescimento do PIB real próximo de zero. Até à data, no primeiro semestre de 2024 assistiu-se a uma nova melhoria do sentimento de procura, o que é coerente com a retoma da atividade no primeiro trimestre de 2024. No que respeita à oferta, o índice de sentimento diminuiu significativamente em 2021 e 2022, devido ao surgimento de graves estrangulamentos do abastecimento e perturbações na cadeia de abastecimento no contexto de uma maior procura associada à reabertura da economia. No início de 2023, aumentou significativamente, ultrapassando a sua média histórica no final do ano, em linha com a resolução dos estrangulamentos do abastecimento. No primeiro semestre de 2024, diminuiu ligeiramente, mas manteve-se próximo da sua média histórica, o que sugere que as tensões no Médio Oriente não afetaram significativamente a perceção das empresas quanto às condições de oferta. Este cenário está em consonância com os resultados do inquérito da Comissão Europeia às empresas e aos consumidores para o segundo trimestre de 2024, que mostra que o equipamento enquanto fator limitativo da produção aumentou ligeiramente e que a procura é considerada um apoio geral à produção.

Gráfico B
Índices de sentimento da procura e da oferta na área do euro

(pontuações Z)



Fontes: NL Analytics e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O sentimento líquido reflete a frequência da ocorrência de palavras para *procura* (procura) e *oferta* (cadeia de oferta, estrangulamento da cadeia de oferta, estrangulamento, perturbação da oferta, escassez da oferta, estrangulamento da oferta, choque da oferta, restrição da oferta, restritividade da oferta, risco da cadeia de oferta) nas teleconferências de apresentação de resultados das empresas. A pontuação Z é calculada subtraindo a média histórica de cada ponto de dados e dividindo esta série (subtraída a média) pelo desvio-padrão. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2024 (para teleconferências realizadas até 31 de maio).

3 Margens de lucro mais elevadas ajudaram as empresas a acumular mão de obra

Por Vasco Botelho

O indicador do BCE de acumulação de mão de obra mede a percentagem de empresas que não reduziram o número de funcionários, apesar de uma deterioração das perspetivas específicas da respetiva empresa. Este indicador é construído pela primeira vez utilizando o inquérito do BCE e da Comissão Europeia sobre o acesso das empresas a financiamento (*Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE*) na área do euro. O indicador de acumulação de mão de obra pode ser decomposto em duas margens: uma “margem de atividade”, que capta a percentagem de empresas cujas perspetivas específicas se deterioraram, e uma “margem de emprego”, indicando a percentagem de empresas que não reduziram o número de funcionários, apesar de reportarem uma deterioração das suas perspetivas. A margem de atividade ilustra em que medida os choques adversos afetam as perspetivas das empresas na área do euro, ao passo que a margem de emprego reflete a capacidade das empresas para manterem os seus funcionários enquanto enfrentam um choque adverso¹.

No primeiro trimestre de 2024, a percentagem de empresas que acumularam mão de obra manteve-se acima dos níveis anteriores à pandemia (gráfico A)². O indicador de acumulação de mão de obra situou-se em 22,2% no primeiro trimestre de 2024, em níveis relativamente elevados em comparação com a média anterior à pandemia, de 12,7% (para o período entre o terceiro trimestre de 2014 e o terceiro trimestre de 2019). Este indicador revela que uma percentagem significativa de empresas (30,2%) enfrenta uma deterioração das próprias perspetivas económicas ao longo dos seis meses anteriores. Destas empresas, 73,5% evitaram reduzir o número de funcionários durante esse período. A capacidade das empresas para reter trabalhadores diminuiu ligeiramente no primeiro trimestre de 2024, face a 76,1% no terceiro trimestre de 2023, mas mantém-se em redor do nível médio registado antes da pandemia. Deste modo, a margem de atividade cresceu consideravelmente em relação ao período anterior à pandemia, enquanto a margem de emprego se manteve globalmente inalterada.

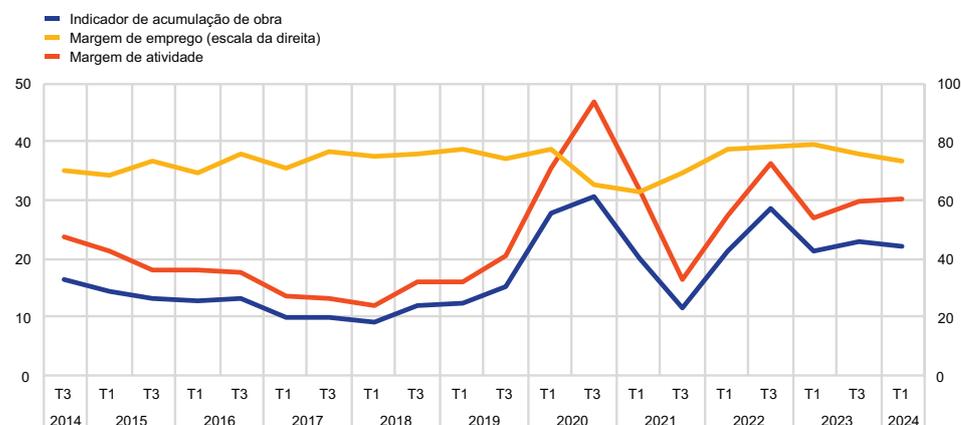
¹ As perspetivas específicas de cada empresa são avaliadas em resposta à pergunta “Para cada um dos seguintes fatores, diria que [as experiências e opiniões na sua empresa] melhoraram, permaneceram inalteradas ou se deterioraram nos últimos seis meses?” e com base no fator “As perspetivas específicas da sua empresa relativamente às suas vendas e rentabilidade ou plano de negócio”. A questão é qualitativa. Como tal, poderá implicar que as perspetivas da empresa se tenham mantido favoráveis.

² Complementando o aumento da acumulação de mão de obra, a evolução do emprego tem sido apoiada por uma diminuição dos salários reais. Este fator é discutido em maior pormenor na caixa intitulada “Fatores impulsionadores do crescimento do emprego na área do euro após a pandemia – uma perspetiva baseada em modelos”, na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico A

Indicador de acumulação de mão de obra

(proporção de empresas, percentagens)



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

Notas: O indicador de acumulação de mão de obra é a percentagem de empresas que não reduziram o número de funcionários enquanto enfrentam uma deterioração das próprias perspetivas específicas. A margem de atividade capta a percentagem de empresas que enfrentaram uma deterioração das próprias perspetivas específicas ao longo do período de seis meses anterior, enquanto a margem de emprego se refere à percentagem de empresas que não reduziram o número de funcionários de entre todas as que reportaram uma deterioração das próprias perspetivas ao longo do mesmo período. As rondas do primeiro trimestre abrangem outubro-março; as rondas do terceiro trimestre abrangem abril-setembro.

O indicador de acumulação de mão de obra aumentou, de um modo geral, face aos níveis observados antes do início da pandemia, com destaque para a indústria transformadora (gráfico B). No primeiro trimestre de 2024, o

indicador de acumulação de mão de obra situou-se em 22,8% para a indústria transformadora, 19,6% para a construção e 22,4% para os serviços mercantis.

A acumulação de mão de obra manteve-se consideravelmente elevada em todos os setores em comparação com o período anterior à pandemia, altura em que estes três setores registaram níveis médios de 11,2%, 11,4% e 13,3%, respetivamente.

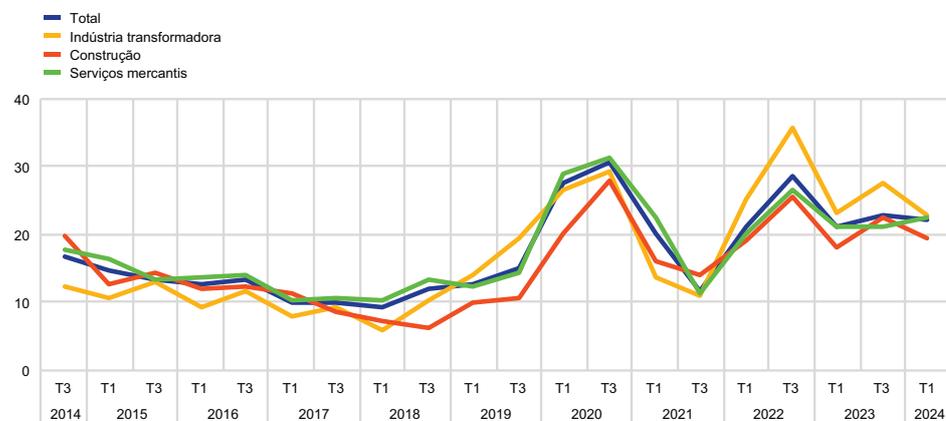
Mais recentemente, na sequência da subida dos preços dos produtos energéticos, o aumento da acumulação de mão de obra foi mais notório no setor da indústria transformadora, onde atingiu um máximo de 35,6% no terceiro trimestre de 2022.

As empresas de outros setores também procederam à acumulação de mão de obra em resposta à deterioração das condições de negócio, com 25,6% das empresas no setor da construção e 26,5% das empresas de serviços mercantis a declararem que não reduziriam o número de funcionários na sequência da deterioração das próprias perspetivas económicas.

Gráfico B

Indicador de acumulação de mão de obra nos vários setores

(proporção de empresas, percentagens)



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

Nota: O indicador setorial de acumulação de mão de obra é a percentagem de empresas que não reduziram o número de funcionários enquanto enfrentam uma deterioração das próprias perspetivas específicas de entre todas as empresas num determinado setor de atividade económica.

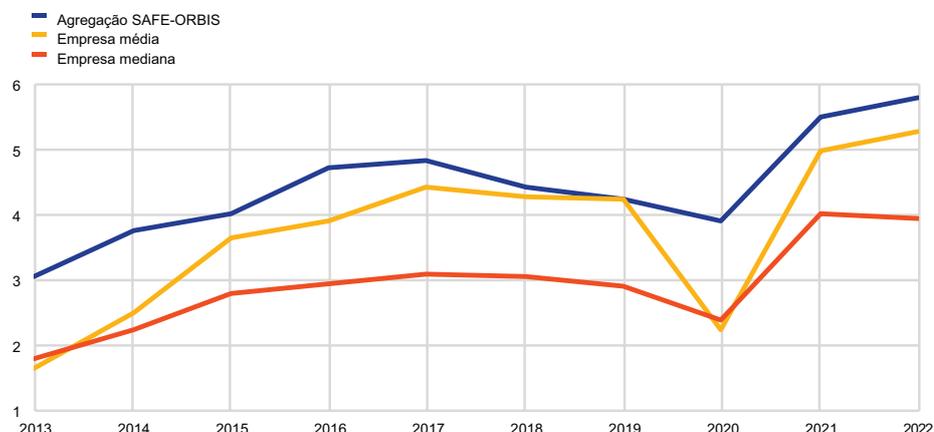
As margens de lucro das empresas aumentaram substancialmente com a recuperação após a pandemia e, em 2022, atingiram os níveis mais elevados numa década (gráfico C)³. As margens de lucro das empresas (antes de impostos) aumentaram de uma média de 4,3% das receitas de exploração no período de 2014 a 2019 para cerca de 5,8% em 2022. A nível das empresas, observou-se um aumento semelhante nas empresas médias e medianas. Para a empresa média, as margens de lucro aumentaram de 3,8% em 2014-2019 para 5,3% em 2022, enquanto para a empresa mediana passaram de 2,8% em 2014-2019 para 3,9% em 2022.

³ Complementamos a informação obtida através do SAFE com informação de balanço das empresas para o ano anterior, retirada da ORBIS. As margens de lucro são definidas como o rácio entre os lucros de uma empresa antes de impostos e as suas receitas de exploração. O crescimento das margens de lucro para 2021-2022 no conjunto de dados SAFE-ORBIS é consistente, embora não diretamente comparável, com o aumento dos lucros unitários a nível macroeconómico. Existe um desfasamento temporal antes de os registos dos balanços serem disponibilizados na ORBIS, sendo que, na nossa análise, o ano mais recente disponível para as margens de lucro no SAFE-ORBIS é 2022.

Gráfico C

Margens de lucro das empresas ao longo do tempo

(percentagens)



Fontes: Inquérito do BCE e da Comissão Europeia sobre o acesso das empresas a financiamento (SAFE) e base de dados ORBIS da Moody's.

Notas: A margem de lucro agregada do SAFE-ORBIS é calculada somando os lucros antes de impostos e as receitas de todas as empresas em cada exercício do balanço na ORBIS antes de calcular o rácio da margem de lucro. Existe um desfasamento temporal antes de os registos dos balanços serem disponibilizados na ORBIS; na nossa análise, o ano mais recente disponível para as margens de lucro é 2022.

Estima-se que as margens de lucro mais elevadas tenham melhorado a capacidade das empresas para acumular mão de obra em caso de choque adverso sobre as suas perspetivas económicas (gráfico D). Regressões a nível das empresas são realizadas para estimar a relação entre as margens de lucro e a acumulação de mão de obra⁴. Estima-se que um aumento de 1 ponto percentual na margem de lucro de uma empresa acrescente cerca de 0,2 pontos percentuais à percentagem de empresas que acumulam mão de obra em resposta à deterioração das perspetivas. O aumento da acumulação de mão de obra é impulsionado pela margem de emprego, que se estima expandir cerca de 0,4 pontos percentuais, enquanto a margem de atividade não deverá ser afetada, no geral, pela margem de lucro mais elevada⁵. Tal implica que o crescimento das margens de lucro ajudou as empresas a evitar ter de reduzir o número de funcionários após serem atingidas por choques que pioraram as suas perspetivas económicas após a pandemia.

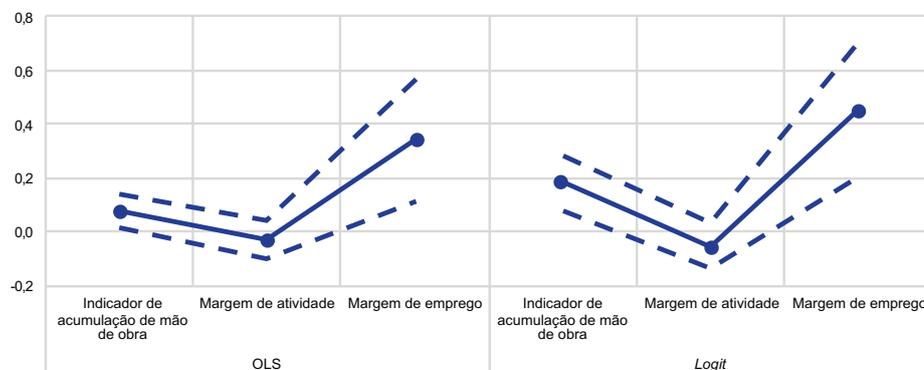
⁴ Estas regressões incluem efeitos fixos a nível da empresa para ter em conta as características não observáveis de uma empresa, bem como efeitos fixos em termos de tempo que contemplam variações no ciclo económico e a alteração da composição das empresas em cada ronda do SAFE.

⁵ De notar que a decisão das empresas de acumular mão de obra é racional e está em linha com os objetivos de maximização dos lucros a longo prazo. As empresas que maximizam os lucros optam por acumular mão de obra quando os custos dos despedimentos, da reinserção profissional e da formação excedem os custos de retenção dos empregados.

Gráfico D

Impacto na acumulação de mão de obra de um aumento em 1 ponto percentual na margem de lucro de uma empresa

(pontos percentuais)



Fontes: Inquérito do BCE e da Comissão Europeia sobre o acesso das empresas a financiamento (SAFE) e base de dados ORBIS da Moody's.

Notas: O impacto de uma variação na margem de lucro de uma empresa é estimado utilizando métodos de dados em painel, através da regressão do indicador de acumulação de mão de obra da empresa sobre: i) a margem de lucro da empresa relativamente ao exercício contabilístico anterior, ii) um efeito temporal que contemple alterações no ciclo económico, e iii) efeitos fixos a nível da empresa. O modelo dos mínimos quadrados ordinários (OLS, na sigla em inglês) tem ponderações das empresas variáveis no tempo. O modelo *logit* tem ponderações fixas a nível das empresas.

O impacto das margens de lucro mais elevadas na acumulação de mão de obra foi generalizado a todos os setores, mas mais forte na construção.

O impacto estimado de uma margem de lucro mais elevada no indicador de acumulação de mão de obra é de 0,1 pontos percentuais para o setor da indústria, 0,5 pontos percentuais para a construção e 0,2 pontos percentuais para os serviços mercantis. Embora as mudanças globais na acumulação de mão de obra tenham sido principalmente impulsionadas em todos os setores por choques externos que pioraram as perspetivas económicas das empresas, as elevadas margens de lucro observadas continuaram a ser um fator importante para ajudar as empresas a manter a sua capacidade de acumular mão de obra em níveis elevados.

Uma redução das margens de lucro poderá ter implicações para o crescimento do emprego no futuro próximo⁶.

As elevadas margens de lucro de 2021-2022 estão a começar a normalizar-se em direção aos níveis anteriores à pandemia. Deste modo, as menores margens de lucro serão provavelmente um fator possível de redução da margem de manobra para as empresas procederem à acumulação de mão de obra. Numa análise prospetiva, prevê-se que proporcionem um menor apoio ao crescimento do emprego do que anteriormente.

⁶ A recente evolução da acumulação de mão de obra também teve impacto na produtividade do trabalho, como discutido em Arce, O. e Sondermann, D., [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), *Blogue do BCE*, 6 de maio de 2024.

4 Fatores impulsionadores do crescimento do emprego na área do euro após a pandemia – uma perspetiva baseada em modelos

Por Agostino Consolo e Claudia Foroni

O ajustamento dos salários reais tem sido um apoio fundamental do crescimento do emprego na área do euro após a pandemia. A presente caixa analisa a evolução do crescimento do emprego após o final da pandemia, centrando-se no período desde o início de 2022. O forte crescimento do emprego em comparação com a atividade económica tem sido notável numa conjuntura económica caracterizada por preços dos produtos energéticos muito elevados. O mecanismo de ajustamento era diferente do observado após a crise energética da década de 1970, quando os salários reais aumentaram substancialmente e ultrapassaram o crescimento da produtividade. Em contrapartida, desde o início de 2022, os salários reais diminuíram mais do que a produtividade, proporcionando às empresas maior flexibilidade nas respetivas margens e ajudando, assim, a apoiar a criação de emprego num contexto de escassez de mão de obra qualificada. A análise empírica que se segue clarifica os principais fatores subjacentes ao recente crescimento do emprego.

Desde o final da pandemia, a dinâmica do emprego na área do euro tem sido significativamente mais forte do que a atividade económica (gráfico A, painel a)¹. O crescimento do emprego desde o primeiro trimestre de 2022 tem sido excecionalmente robusto de uma perspetiva histórica. É possível analisar a dinâmica do emprego através da relação entre o crescimento do emprego e o crescimento económico de acordo com a “Lei de Okun”². De acordo com estimativas empíricas desta relação para a área do euro, o emprego deverá crescer a cerca de metade da taxa do PIB real quer no curto quer no longo prazo³ (estimativas simples das elasticidades de Okun oscilam entre 0,2 e 0,5). Ao invés, o crescimento do emprego registou um forte ajustamento desde o primeiro trimestre de 2022, ultrapassando recentemente o crescimento do PIB real. Tal não pode ser atribuído exclusivamente à recuperação após a pandemia, uma vez que o realinhamento já tinha ocorrido no final de 2021.

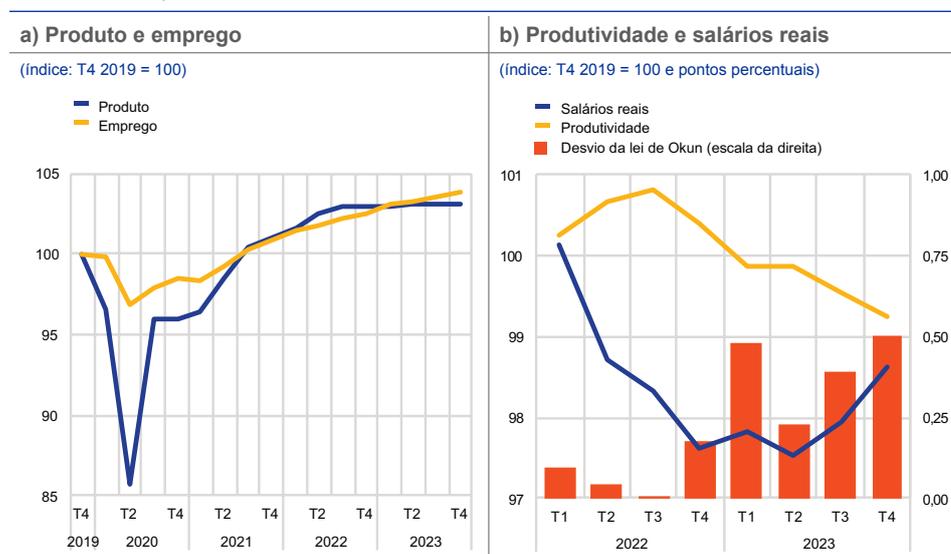
¹ Para uma visão aprofundada do mercado de trabalho da área do euro que complementa os resultados apresentados na presente caixa, ver a caixa intitulada [A população ativa da área do euro: evolução recente e fatores impulsionadores](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2023; Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. e Mohr, M., [More jobs but fewer working hours](#), *Blogue do BCE*, 7 de junho de 2023; e a caixa intitulada [O papel do emprego público durante a crise da COVID-19](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2022.

² Para uma análise, ver Ball, L., Leigh, D. e Loungani, P., *Okun's Law: Fit at 50?*, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 49, Número 7, 2017, pp. 1413-1441.

³ Ver Anderton, R., Arank, T., Bonthuis, B. e Jarvis, V., “Disaggregating Okun's law: decomposing the impact of the expenditure components of GDP on euro area employment”, *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1747, BCE, Frankfurt am Main, dezembro de 2014.

Gráfico A

Lei de Okun, produtividade e salários reais



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O painel b) mostra os salários reais deflacionados pelo deflator do consumo privado. Quando se utiliza o deflator do PIB, o desvio entre a produtividade e os salários reais permanece positivo, mas é quantitativamente menor e desaparece no quarto trimestre de 2023. A produtividade é medida como produto por trabalhador. As barras a vermelho mostram os desvios (em pontos percentuais) em relação à lei de Okun. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2023.

A criação de emprego tem sido apoiada por uma maior redução dos salários reais do que da produtividade. Em contraste com a evolução durante a década de 1970, os salários reais registaram um ajustamento mais forte do que a produtividade do trabalho na sequência da crise energética de 2022, apoiando, assim, a criação de emprego (gráfico A, painel b). O surgimento de um desvio entre o crescimento dos salários reais e o crescimento da produtividade conduziu a um crescimento do emprego acima da taxa compatível com a sua relação histórica com o PIB, em consonância com o que seria previsto por um grande desvio positivo em relação à lei de Okun. Este ajustamento dos salários reais não só constitui uma fundamentação para a criação de emprego, como pode limitar a destruição de postos de trabalho ao tornar mais valiosas as relações existentes entre as empresas e os trabalhadores (incentivando, por conseguinte, a acumulação de mão de obra) em tempos de rentabilidade dinâmica para as empresas e de escassez de competências no mercado de trabalho⁴.

Na ótica de um modelo empírico da lei de Okun, verificamos que as flutuações da procura e os ajustamentos dos salários reais na sequência da crise energética ajudaram a dissociar o crescimento do emprego da dinâmica do produto. Utilizamos um modelo de vetores autorregressivos estruturais bayesiano (BVAR) que compreende um choque sobre a procura agregada e três choques sobre a oferta agregada (um choque tecnológico neutro, um choque de substituição de fatores e um choque específico do mercado de trabalho) para explicar os

⁴ No que respeita ao papel da rentabilidade, ver a caixa intitulada “Margens de lucro mais elevadas ajudaram as empresas a acumular mão de obra”, na presente edição do *Boletim Económico*.

principais fatores impulsionadores das flutuações do emprego⁵. O choque tecnológico neutro pode ser visto como uma queda da produtividade total dos fatores que gera uma contração proporcional na utilização do capital e do trabalho e, tipicamente, também compreende outras perturbações, como estrangulamentos nas cadeias de oferta mundiais⁶. Entretanto, o choque de substituição de fatores capta a substituição direta entre o trabalho e outros fatores de produção, não necessariamente apenas o capital. Perante um grande aumento dos preços dos produtos energéticos e dos preços dos fatores de produção intermédios, é natural partir do pressuposto de que também estão presentes efeitos de reafetação e de substituição⁷. A relevância quantitativa de cada fator impulsionador é medida através da aplicação do modelo aos dados. O gráfico B mostra a desagregação histórica da forma como os quatro choques contribuíram para o crescimento do produto e do emprego. Desde o início de 2022, o contributo dos choques tecnológicos neutros (barra a vermelho) foi, em grande medida, negativo tanto para o produto como para o emprego, refletindo sobretudo estrangulamentos no abastecimento a nível mundial. O choque de substituição de fatores (barra a verde) tem sido um importante fator subjacente à descida do produto e à subida do emprego, sublinhando a possível relevância da substituição entre fatores de produção. Tal reflete uma variação dos preços relativos dos fatores de produção, dado que a mão de obra se tornou mais barata em comparação com a energia e o capital.

⁵ O modelo BVAR destriça as diferentes forças impulsionadoras potenciais subjacentes ao crescimento do produto e do emprego (ver Consolo, A. e Foroni, C., “The euro area labour market: and yet, it moves!”, *mimeo*). O modelo é estimado utilizando dados trimestrais sobre o emprego, o PIB real, a inflação medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), os salários reais (deflacionados pelo deflator do PIB) e as taxas de juro nominais entre 1970 e 2023. A estratégia de identificação é implementada através de restrições de sinal derivadas de modelos teóricos do mercado de trabalho (ver Abbritti, M. e Consolo, A., [Labour market skills, endogenous productivity and business cycles](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2651, BCE, fevereiro de 2022, e Foroni, C, Furlanetto, F. e Le Petit, A., [Labor supply factors and economic fluctuations](#), *International Economic Review*, 2018, vol. 59, pp. 1491-1510).

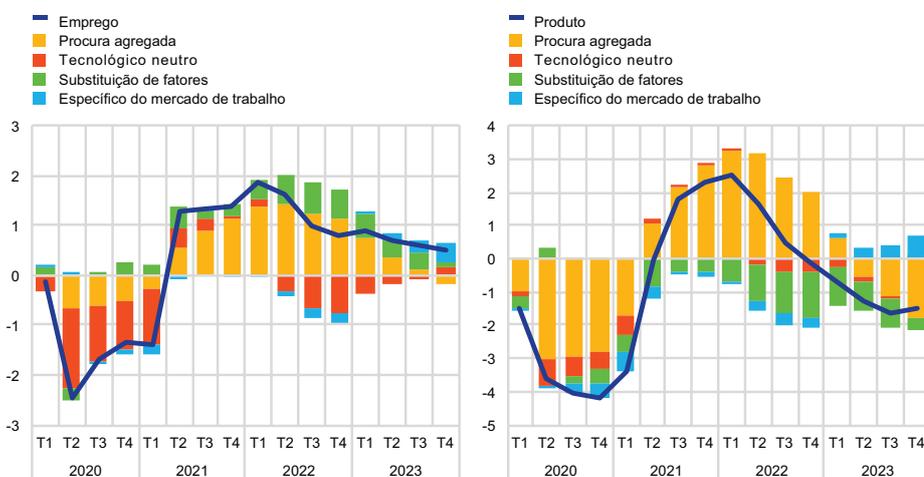
⁶ Ver Blanchard, O. e Gall, J., “The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?”, *Working Papers Series*, n.º 15467, NBER, 2010.

⁷ A literatura centra-se cada vez mais em choques que criam um co-movimento negativo semelhante entre o produto e o emprego. Estes incluem choques que são, por vezes, definidos como choques de automatização (ver Foroni, C. e Furlanetto, F., [Explaining deviations from Okun’s law](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2699, BCE, agosto de 2022) e choques setoriais que alteram a intensidade de capital entre setores, consentâneo com Acemoglu, D. e Guerrieri, V., [Capital Deepening and Nonbalanced Economic Growth](#), *Journal of Political Economy*, 2008, vol. 116, pp. 467-498.

Gráfico B

Decomposição histórica do emprego e do produto

(variações em percentagem e contributos em pontos percentuais)



Fonte: Consolo, A. e Foroni, C., "The euro area labour market: and yet, it moves!", *mimeo*.

Notas: As linhas apresentam as taxas de crescimento homólogas do emprego (painel da esquerda) e do produto (painel da direita) em termos de desvio em relação à respetiva componente determinística. As barras mostram o contributo em pontos percentuais de cada choque. O texto principal descreve o significado económico de cada choque. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2023.

A recuperação da procura apoiou o crescimento do emprego e do produto até ao início de 2023. Desde então, uma procura mais fraca levou a um abrandamento mais pronunciado da atividade económica do que do crescimento do emprego,

contribuindo para um maior desvio em relação à lei de Okun. Os fatores do lado da procura – incluindo a política monetária e as políticas orçamentais – contribuíram para o crescimento do emprego, captado pelas barras a amarelo do gráfico B. O aumento do emprego público, bem como os efeitos indiretos de programas de aprendizagem e créditos fiscais em alguns países da área do euro, foram exemplos de políticas orçamentais de apoio ao emprego. Juntamente com os efeitos de políticas específicas relacionadas com a energia sobre a procura agregada, tal sustentou a procura e os postos de trabalho, com um impacto mais forte no emprego do que no produto⁸. No entanto, os efeitos da maior restritividade da política monetária conduziram a uma atenuação considerável da procura, o que resultou num abrandamento do crescimento do emprego e num enfraquecimento da atividade económica. O modelo sugere que a procura reduziu a atividade mais rapidamente do que o emprego. Em 2022, o modelo atribui apenas efeitos negativos limitados aos fatores impulsionadores específicos do mercado de trabalho (barras a azul) decorrentes de uma menor participação da população ativa e do maior poder de negociação dos trabalhadores⁹. Estes efeitos regressaram, em parte, a níveis anteriores em 2023, refletindo possivelmente a ausência de regimes de indexação automática dos salários e expectativas de inflação bem ancoradas em 2022. Ao contrário de anteriores crises energéticas (como a registada na década de 1970),

⁸ Ver a caixa intitulada "Atualização sobre as respostas à crise energética e à elevada inflação na área do euro em termos de políticas orçamentais", *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2023.

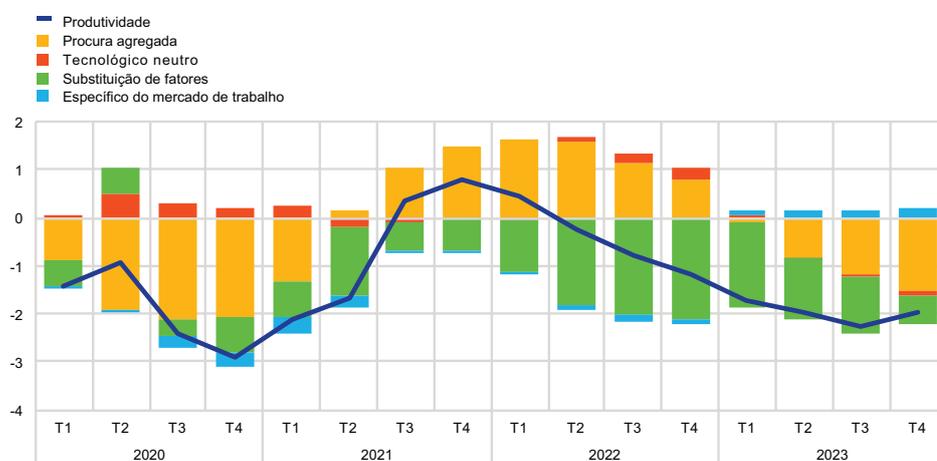
⁹ Um choque específico do mercado de trabalho abrange o grau de poder de negociação dos trabalhadores ou os fatores impulsionadores da oferta de mão de obra. Estes choques com origem no mercado de trabalho demonstraram ser quantitativamente relevantes para explicar o emprego e os salários (ver Consolo, A., Foroni, C. e Martínez Hernández, C., *A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market*, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2023, vol. 85, pp. 1048-1082).

estes fatores levaram ao ajustamento do mercado de trabalho através dos salários reais ao invés de uma taxa de desemprego mais elevada.

De acordo com o modelo, uma grande parte da recente queda da produtividade tem sido impulsionada por fatores cíclicos. Após uma recuperação positiva da produtividade na sequência da pandemia, a crise energética afetou substancialmente a produtividade. A ciclicidade da produtividade da área do euro foi amplificada ainda mais pela força excecional do mercado de trabalho. O modelo mostra que a resiliência do emprego, desencadeada pelo choque de substituição de fatores, amplificou a queda da produtividade do trabalho (gráfico C). O mesmo choque também tornou os salários reais menos onerosos e, ao fazê-lo, amplificou o efeito positivo sobre o emprego e o efeito negativo sobre a produtividade. Além disso, o ajustamento da produtividade está também relacionado com fatores do lado da procura (barras a amarelo), cujo contributo se tornou mais negativo recentemente, mas que se deverá desvanecer a mais longo prazo. O choque de substituição de fatores está a dissipar-se, refletindo também as variações dos preços dos produtos energéticos e das taxas de juro reais, mas outros fatores do lado da oferta, como a inovação e a digitalização, o envelhecimento da população e outras tendências estruturais, podem ter efeitos mais persistentes sobre a dinâmica da produtividade a longo prazo na área do euro.

Gráfico C
Decomposição histórica da produtividade do trabalho

(variação percentual e contributos em pontos percentuais)



Fonte: Consolo, A. e Foroni, C., "The euro area labour market: and yet, it moves!", *mimeo*.

Notas: A produtividade é medida como produto por trabalhador. A linha apresenta o crescimento homogêneo da produtividade em termos de desvio face à componente determinística. As barras mostram o contributo em pontos percentuais de cada choque. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2023.

Em termos prospetivos, espera-se que vários fatores que atualmente pesam sobre o crescimento da produtividade diminuam. Projeta-se que os efeitos das medidas de apoio orçamental que sustentaram o emprego se desvançam nos próximos trimestres. Os preços dos produtos energéticos estão a normalizar-se, o que reduz o efeito de substituição de fatores entre trabalho, energia e capital. E, com a descida da taxa de inflação da área do euro no sentido do respetivo objetivo, é provável que o efeito restritivo da política monetária sobre a procura se normalize. Todos estes fatores impulsionadores da queda da produtividade deverão desvanecer-se, contribuindo, por conseguinte, para reduzir o desvio entre o crescimento dos salários reais e o crescimento da produtividade. Com menos incentivos para as empresas contratarem trabalhadores ou acumularem mão de obra, é provável que a relação entre o emprego e o PIB regresse à normalidade, com o conseqüente ajustamento cíclico do crescimento da produtividade¹⁰.

¹⁰ Ver Arce, O. e Sondermann, D., [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), *Blogue do BCE*, maio de 2024.

5 Irá o setor automóvel da área do euro recuperar?

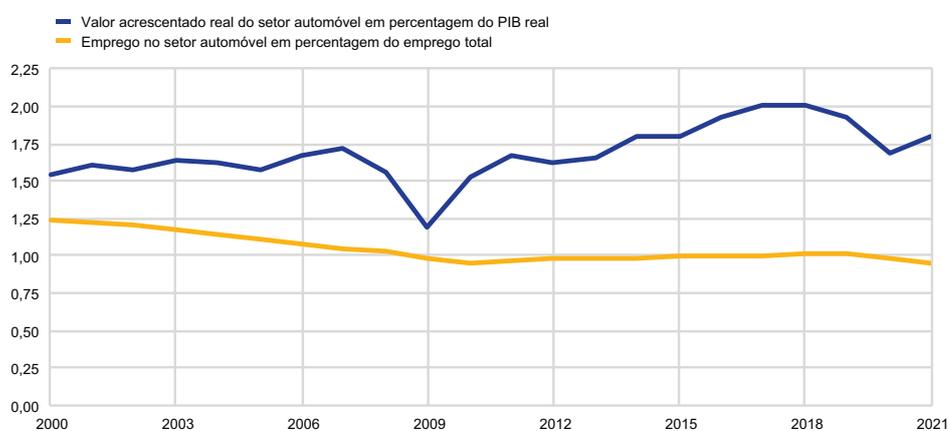
Por Roberto A. De Santis, Virginia Di Nino, Nina Furbach, Ulla Neumann e Pedro Neves

A indústria automóvel contribui de forma significativa para o valor acrescentado da economia da área do euro. O peso da indústria automóvel no valor acrescentado real do setor da indústria transformadora situa-se em 10% e o peso no PIB real encontra-se ligeiramente abaixo de 2%. A indústria automóvel ascende a 1% do emprego total da área do euro e a 4% das exportações extra-área do euro. Quando se tem em consideração as ligações intersetoriais, o valor acrescentado quase duplica, evidenciando o grande alcance do setor na economia¹. Pode ver-se a resiliência da indústria comparando o seu desempenho histórico com o PIB agregado. Excluindo o período da crise financeira mundial e o período mais recente, o setor tem vindo a expandir-se mais do que o PIB agregado, atingindo um valor máximo no início de 2018. Além disso, o peso do setor no emprego total da área do euro tem-se mantido relativamente estável desde 2012 (gráfico A).

Gráfico A

Dimensão do setor automóvel da área do euro face ao conjunto da economia

(percentagens)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.
Nota: A última observação refere-se a 2021.

No entanto, desde o máximo atingido no início de 2018, a indústria automóvel da área do euro tem enfrentado desafios significativos, com a produção e as exportações a diminuir visivelmente e a permanecer abaixo dos níveis anteriores à COVID-19. Os volumes de produção e de exportação têm tido dificuldade em recuperar e apresentam um desfase face aos seus concorrentes internacionais, situando-se a em cerca de um décimo dos níveis anteriores à COVID-19 e um quinto dos máximos atingidos no início de 2018

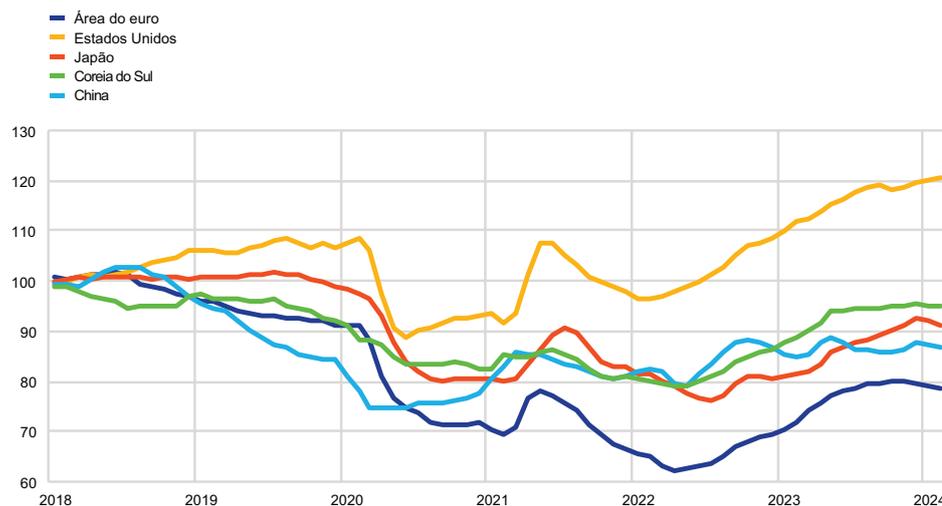
¹ Ver o artigo intitulado [Sectoral dynamics and the business cycle in the euro area](#), na presente edição do *Boletim Económico*.

(gráficos B e C). A concorrência teve um desempenho muito superior: a indústria automóvel de países como a China, o Japão, os Estados Unidos e a Coreia do Sul apresentou mais robustez, com a China a revelar-se gradualmente um exportador significativo para a área do euro.

Gráfico B

Volumes de produção automóvel entre concorrentes a nível mundial

(média móvel de 12 meses, dezembro de 2017= 100)

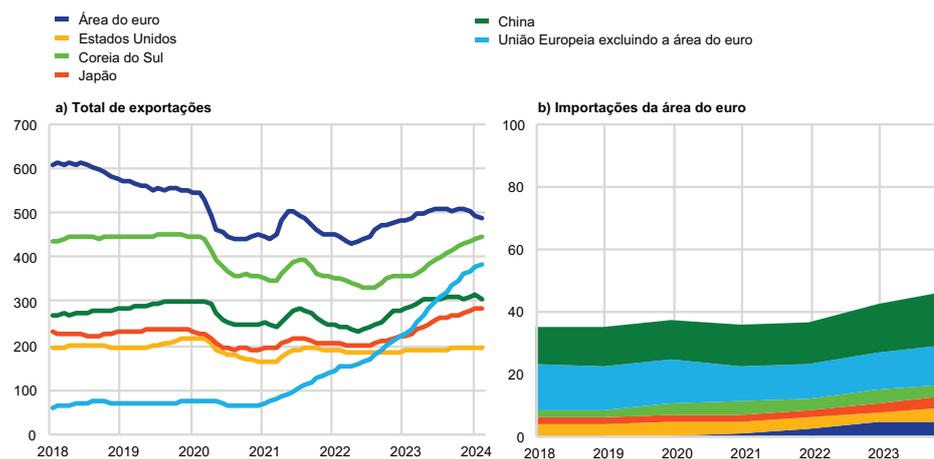


Fontes: Eurostat, institutos nacionais de estatística e cálculos do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2024.

Gráfico C

Volumes de exportação de automóveis e peso das importações

(painel a: milhares de automóveis, média móvel de 12 meses; painel b: percentagem da procura interna de automóveis)



Fontes: Trade Data Monitor, Eurostat, Statistical Office of the European Union e cálculos do BCE.
Notas: Os volumes de exportações são expressos em unidades de veículos exportados. As últimas observações no painel a) referem-se a janeiro de 2024 (e dezembro 2023 para a China) e no painel b) a 2023.

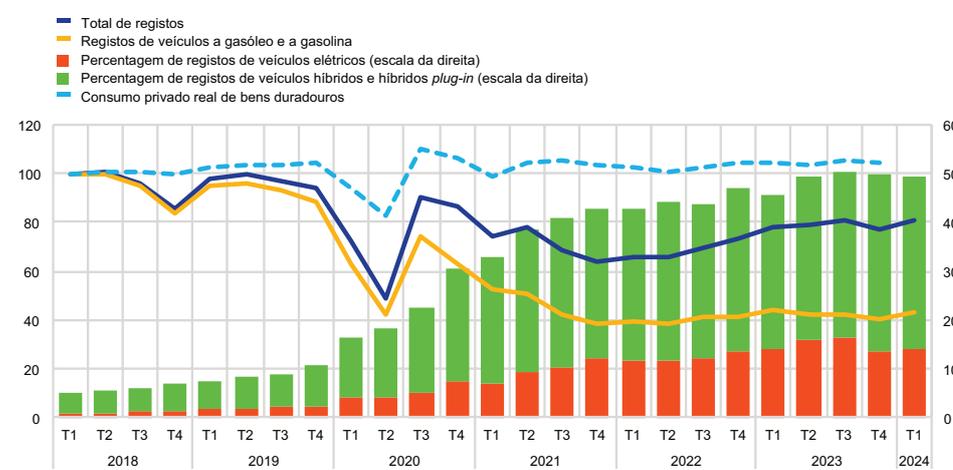
Esta diminuição na atividade foi provocada por uma queda nas vendas de automóveis com motor de combustão que foi apenas parcialmente compensada pelo aumento da procura de automóveis híbridos e elétricos.

As normas regulamentares da UE para os veículos automóveis foram alteradas em meados de 2018, passando a aplicar-se normas mais severas em matéria de

emissões de dióxido de carbono (CO₂) e testes de emissões mais rigorosos, que desincentivaram a aquisição de automóveis com motor de combustão. A venda de veículos híbridos e elétricos aumentou de forma constante, passando de um décimo do total de registos em 2018 para metade do total de registos em 2023 (gráfico D). O registo de automóveis na área do euro foi cerca de 20% inferior no primeiro trimestre de 2024 face ao início de 2018 (gráfico D). A disparidade significativa entre o registo de automóveis e o consumo de bens duradouros das famílias, que se mantém relativamente estável, sugere que as famílias podem estar a adiar a aquisição de veículos novos de todos os tipos.

Gráfico D Registos de automóveis por tipo

(escala da esquerda: índice: T1 de 2018 = 100; escala da direita: percentagens do total de registos)



Fontes: European Automobile Manufacturers' Association, Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2024 e, para o consumo de bens duradouros, ao quarto trimestre de 2023.

A procura de veículos automóveis também foi atenuada por aumentos dos preços desencadeados por perturbações nas cadeias de abastecimento, custos energéticos mais elevados e condições de financiamento restritivas.

O tempo de entrega de componentes automóveis aumentou durante a pandemia, em particular na área do euro, onde as cadeias de produção estão altamente integradas a nível mundial. Além disso, desde setembro de 2021, os picos nos preços dos produtos energéticos repercutiram-se nos preços no produtor e nos preços finais dos automóveis². Por último, a subida das taxas de juro resultante da maior restritividade da política monetária desencorajou a locação financeira e o crédito para aquisição de automóveis, o que reduziu a procura de automóveis domésticos e estrangeiros.

Apesar destes desafios, a área do euro conseguiu, em grande medida, defender a sua posição nos mercados mundiais, procedendo a uma transição mais rápida do que os seus concorrentes para veículos elétricos e, em particular, híbridos. As exportações nestes segmentos aumentaram de níveis baixos para

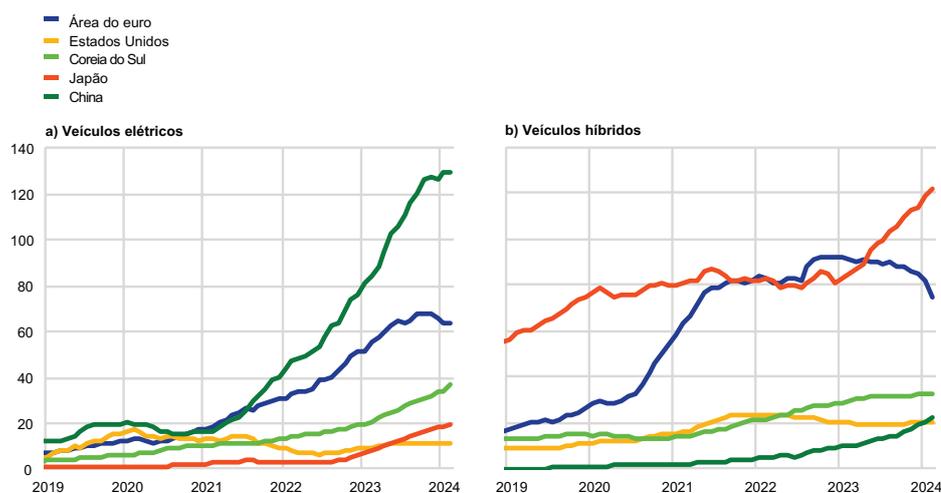
² Ver a caixa intitulada [Motor vehicle sector: explaining the drop in output and the rise in prices](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2022 e De Santis, R. A. [Supply Chain Disruption and Energy Supply Shocks: Impact on Euro Area output and Prices](#), *International Journal of Central Banking*, 2024, vol. 20, pp. 193-236.

mais de um terço do total das unidades exportadas atualmente. Embora a área do euro tenha perdido quota de mercado nos últimos anos, a diminuição em termos de valor foi relativamente modesta (uma redução de 2,5% em termos de valor desde 2017)³. Adicionalmente, estas perdas diziam respeito apenas ao segmento automóvel tradicional e foram parcialmente compensadas por grandes ganhos nos segmentos híbrido e elétrico (gráfico E). Embora a China tenha feito grandes incursões no segmento dos veículos elétricos, até à data tal verificou-se sobretudo para veículos pequenos e económicos. A área do euro continuou a ser o segundo maior produtor de automóveis elétricos e híbridos desde 2020 e 2022, respetivamente. Além disso, os fabricantes de automóveis da área do euro têm uma história de especialização no segmento de mercado de gama alta, beneficiando de uma procura relativamente inelástica aos preços⁴. Assim, os fabricantes de automóveis da área do euro permaneceram altamente rentáveis, registando de forma consistente as margens de lucro líquidas mais elevadas entre os seus principais concorrentes mundiais em 2022 e 2023. Tal demonstra a resiliência da indústria da área do euro e a sua vantagem competitiva no mercado automóvel mundial.

Gráfico E

Volumes de exportação de automóveis elétricos e híbridos

(milhares de automóveis, média móvel de 12 meses)



Fontes: Trade Data Monitor e cálculos do BCE.

Notas: Os volumes de exportação são expressos em unidades de veículos exportados. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2024.

A resiliência da indústria automóvel da área do euro face à intensificação da concorrência externa reflete-se também na sua posição enquanto plataforma mundial para a indústria transformadora automóvel. Apesar de desafios como o crescimento das importações e a penetração das importações⁵ provenientes da

³ Ver Schnabel, I., *The future of inflation (forecast) targeting*, discurso proferido no *International Research Forum on Monetary Policy*, Federal Reserve Board, Washington, D.C., (diapositivo 8), 17 de abril de 2024.

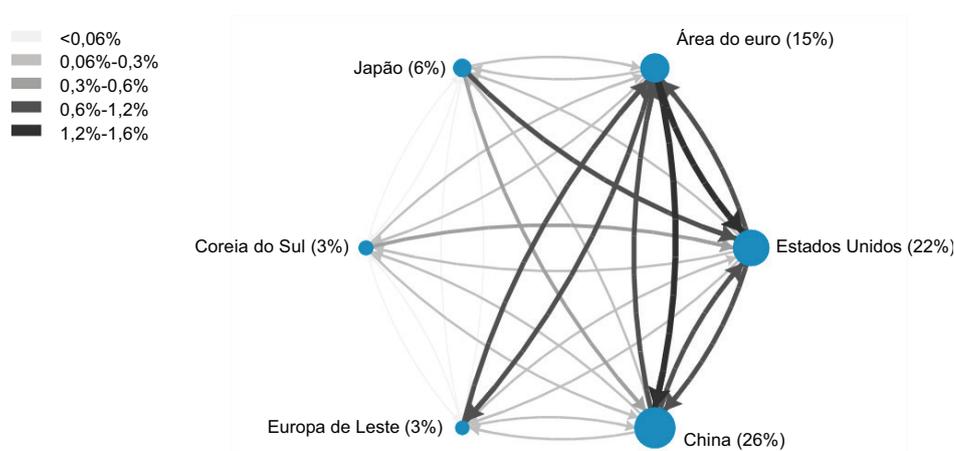
⁴ Análises empíricas internas sugerem que as unidades exportadas da área do euro são menos sensíveis às variações dos preços dos automóveis em comparação com as unidades exportadas de outros principais produtores mundiais (Japão, Estados Unidos e Coreia do Sul) e significativamente menos sensíveis do que as da China.

⁵ A penetração das importações é medida pelo rácio entre as importações e o consumo interno total.

China, a área do euro parece manter uma vantagem competitiva em termos de equipamento de transporte, como revela a sua balança comercial líquida favorável⁶. Em 2022, a área do euro exportou uma maior quantidade do que produziu em equipamento de transporte para destinos a nível mundial do que aquilo que recebeu, sublinhando a sua força enquanto exportador (gráfico F). Mesmo com a presença crescente das importações chinesas no mercado interno (gráfico B) e a posição dominante da China na produção de baterias a nível mundial, a balança comercial líquida da área do euro em equipamento de transporte com a China manteve-se positiva, ascendendo a 3,8% da produção interna da sua indústria.

Gráfico F

Rede mundial de valor acrescentado em equipamento de transporte em 2022



Fontes: Dados multirregionais de entradas-saídas e cálculos do BCE.
 Notas: A dimensão dos nós é proporcional ao valor acrescentado interno do equipamento de transporte em dólares dos Estados Unidos. A espessura das setas representa entradas e saídas bilaterais de valor acrescentado em equipamento de transporte. As percentagens apresentadas nos nós e na legenda indicam a percentagem do respetivo valor acrescentado em relação ao valor acrescentado total global do equipamento de transporte.

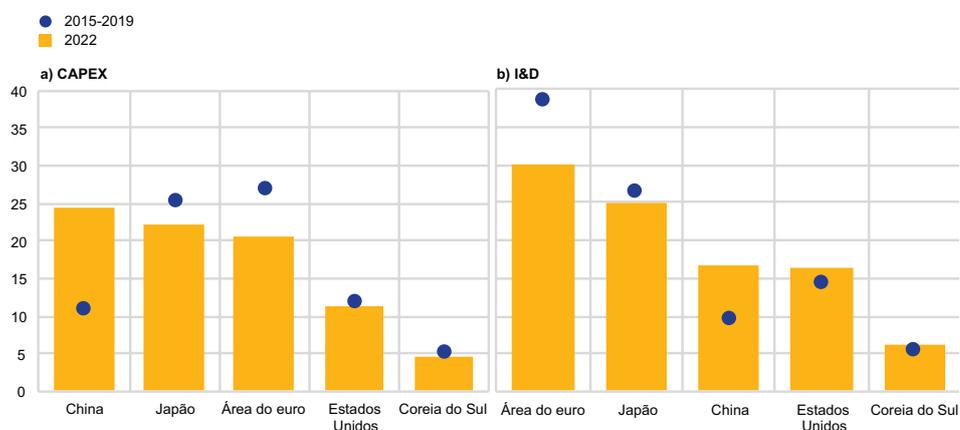
Os produtores de automóveis da área do euro estão a investir montantes substanciais em eletrificação e em tecnologias digitais para se manterem competitivos no mercado automóvel em rápida evolução. Este investimento pode ser observado a partir de despesas de capital (CAPEX) significativas e de despesas em investigação e desenvolvimento (I&D), tendo os produtores de automóveis da área do euro representado aproximadamente 20% e 30% a nível mundial em 2022 (gráfico G). Embora a China tenha surgido como líder nas CAPEX, os fabricantes de automóveis da área do euro continuam a liderar o investimento em I&D, refletindo o seu compromisso com a inovação. Tal é demonstrado pelo elevado número de novas patentes relacionadas com transportes registadas por empresas da área do euro no Instituto Europeu de Patentes entre 2020 e 2022, que excedem as registadas pelos concorrentes. No entanto, as empresas da área do euro estão desfasadas nos registos de patentes para a comunicação digital, o que assinala os potenciais desafios enfrentados pelo setor automóvel da área do euro relacionados com a transformação digital.

⁶ No âmbito do equipamento de transporte, os veículos automóveis, os reboques e os semirreboques representam 76% do valor acrescentado das exportações da área do euro e 89% da sua balança comercial líquida.

Gráfico G

Peso do setor automóvel nas CAPEX e nas despesas em I&D

(percentagens, paridades de poder de compra)



Fontes: Reuters e cálculos do BCE.

No médio prazo, espera-se que a recuperação da produção automóvel na área do euro seja impulsionada sobretudo pela procura por parte dos consumidores, mas existem riscos significativos para o futuro. Se os obstáculos à adoção de automóveis elétricos enfraquecerem, e à medida que os choques temporários desaparecem, a procura interna deverá recuperar. No entanto, existem vários riscos importantes que podem afetar esta perspetiva para o futuro. Será crucial que os fabricantes de automóveis da área do euro sejam bem-sucedidos na integração dos processos digitais com os processos tradicionais, na aceleração da inovação e no lançamento de tecnologias que sejam bem-recebidas pelo mercado. Além disso, a forte dependência dos fabricantes de automóveis da área do euro de fornecedores concentrados em alguns locais (por exemplo, semicondutores e baterias produzidos por um número reduzido de países asiáticos) coloca riscos para a cadeia de oferta, especialmente em tempos de tensão geopolítica acrescida. Devem ser envidados esforços para reforçar a resiliência face a perturbações na cadeia de abastecimento e para diversificar as fontes de componentes estratégicas para manter a competitividade. As políticas industriais, em particular as relacionadas com a transição ecológica, como, por exemplo, a infraestrutura para carregamento de veículos, influenciarão também as perspetivas para o setor automóvel da área do euro⁷.

⁷ Em 2021, o Parlamento Europeu aprovou um regulamento relativo à [criação de uma infraestrutura para combustíveis alternativos](#), que prepara o terreno para a adoção de estratégias ecológicas da UE. Iniciativas semelhantes incluem o [passaporte digital do veículo](#) e o [passaporte digital da bateria](#), que visam reforçar a transparência e a sustentabilidade da indústria automóvel. A UE também adotou legislação sobre [materiais de reciclagem de baterias](#), a fim de encaminhar a indústria para métodos de conceção e produção inovadores e sustentáveis. Além disso, a UE proporciona incentivos económicos, como o [Mecanismo de ajustamento carbónico fronteiriço](#), que impõe taxas às importações de elevada intensidade carbónica para reduzir a fuga de carbono e incentivar práticas mais ecológicas na indústria.

6 Indicadores de lucros para a análise da inflação tendo em conta o papel dos custos totais

Por Elke Hahn e Théodore Renault

Os indicadores-padrão de lucros na economia derivados das contas nacionais utilizam o PIB e não a produção económica como valor de referência. Embora o “produto” seja frequentemente utilizado como sinónimo do PIB, as contas nacionais estabelecem uma distinção entre ambos. Ao contrário do PIB, o produto inclui o consumo intermédio, ou seja, o consumo de bens e serviços utilizados na geração do PIB ou o conceito conexo de “valor acrescentado”¹. “Produto” é um conceito bem definido, mas as contas nacionais trimestrais não contêm dados atempados sobre o produto para a área do euro². Os indicadores-padrão de lucros nas contas nacionais baseados no PIB permitem, assim, avaliar a evolução dos lucros – medida em termos do excedente de exploração bruto e do rendimento misto – em relação aos custos do trabalho mas não em relação aos custos totais. Por conseguinte, estes indicadores são úteis para avaliar de que forma os lucros estão atualmente a amortecer o aumento dos custos do trabalho, mas não mostram exatamente como esse processo tem sido dificultado ou facilitado pela evolução dos custos dos fatores de produção intermédios, como os energéticos. Estas informações seriam fornecidas por indicadores de lucros baseados no produto.

Os indicadores de lucros que consideram o custo total dos fatores de produção podem ser aproximados mediante a substituição do produto pelo conceito de “oferta total”. A oferta total é definida como a soma do PIB e das importações, ambos disponíveis nas contas nacionais trimestrais da área do euro. A aproximação do produto por via da oferta total aproveita o facto de a oferta total menos as importações ser igual ao PIB, que equivale ao produto menos o consumo intermédio³. Embora o valor das importações seja consideravelmente mais baixo do que o do consumo intermédio, os preços das importações e os preços dos bens intermédios apresentam desenvolvimentos bastante semelhantes⁴. Tal faz da oferta total uma aproximação razoável para o produto aquando do cálculo da evolução das margens de lucro, medidas como o rácio da evolução dos preços em relação à dos custos. Embora o indicador-padrão das margens de lucro seja calculado como o rácio entre o deflator do PIB a preços de base e os custos unitários do trabalho, o indicador das margens de lucro baseado na oferta total pode ser calculado como o rácio entre o deflator da oferta total e os custos unitários totais (a soma dos custos

¹ O produto é definido como a soma do valor acrescentado bruto e do consumo intermédio. O PIB é igual à soma do valor acrescentado bruto e dos impostos líquidos sobre os produtos. Para uma descrição completa, ver o manual do [Sistema Europeu de Contas 2010](#) (apenas disponível na versão em inglês).

² Os dados sobre o produto são disponibilizados com uma frequência anual para a área do euro. São também disponibilizados trimestralmente, mas apenas para um número limitado de países da área do euro.

³ Para simplificar, não contemplamos o papel dos impostos líquidos sobre os produtos.

⁴ Uma indicação deste co-movimento a nível da área do euro é o coeficiente de correlação de 0,9 entre as taxas de variação homólogas trimestrais do deflator das importações e os preços no produtor de bens intermédios para o período de 1999 a 2023.

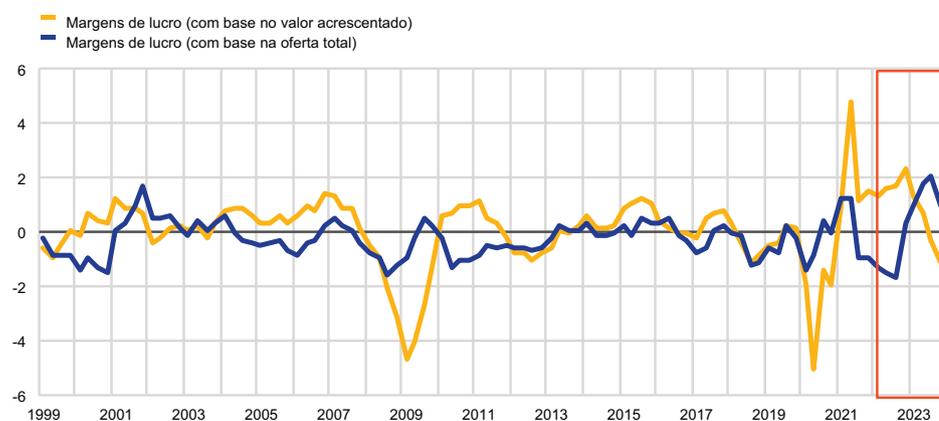
do trabalho e das importações por unidade)⁵. Os indicadores das margens de lucro têm uma incidência distributiva, uma vez que fornecem informação sobre a evolução dos lucros face à evolução dos custos do trabalho ou dos custos totais. Por exemplo, uma taxa de crescimento positiva de um indicador das margens de lucro mostra que os lucros unitários (definidos como o excedente de exploração bruto e o rendimento misto por unidade do PIB real ou da oferta total real) estão a crescer a um ritmo mais elevado do que a componente dos custos unitários considerada.

No seu conjunto, os indicadores das margens de lucro baseados no PIB (valor acrescentado) e na oferta total sugerem que, em 2023, os lucros começaram a atenuar o impacto da evolução dos custos do trabalho nas pressões sobre os preços, mas beneficiaram da descida de outros custos. De acordo com o indicador baseado no PIB, as margens de lucro aumentaram em 2022, mas começaram a contrair-se em 2023, em consonância com o amortecimento dos custos do trabalho no segundo semestre desse ano⁶. No entanto, o indicador baseado na oferta total sugere que as margens de lucro diminuíram em 2022 e, após um ligeiro aumento no decurso de 2023, começaram a abrandar mais recentemente, mas permaneceram positivas⁷. Por outras palavras, sugere que as margens de lucro amorteceram os custos totais em 2022, quando os preços das importações subiram acentuadamente, mas aumentaram em 2023, beneficiando da descida dos preços das importações.

Gráfico A

Taxa de crescimento das margens de lucro com base no PIB (valor acrescentado) e na oferta total

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

⁵ Para uma discussão de um conjunto mais alargado de indicadores de lucros e a ligação entre o conceito de lucros utilizado nas contas nacionais (excedente de exploração bruto e rendimento misto) e o conceito de lucros comerciais, ver a caixa intitulada [Como é que os lucros unitários contribuíram para a recente intensificação das pressões internas sobre os preços na área do euro?](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2023.

⁶ As grandes flutuações do indicador-padrão das margens de lucro durante e após a recessão relacionada com a pandemia refletem grandes oscilações em alguns dos dados subjacentes, como, por exemplo, a produtividade do trabalho, durante a recessão.

⁷ De notar que, para os lucros unitários, outro indicador de lucros frequentemente utilizado no contexto da análise da inflação, a evolução do indicador-padrão (excedente de exploração bruto e rendimento misto dividido pelo PIB real) e do correspondente indicador baseado na oferta total (excedente de exploração bruto e rendimento misto dividido pela oferta total real) foi muito semelhante ao longo dos últimos dois anos. Tal não é surpreendente, uma vez que se observou uma evolução excecional dos preços das importações, mas não dos volumes de importação.

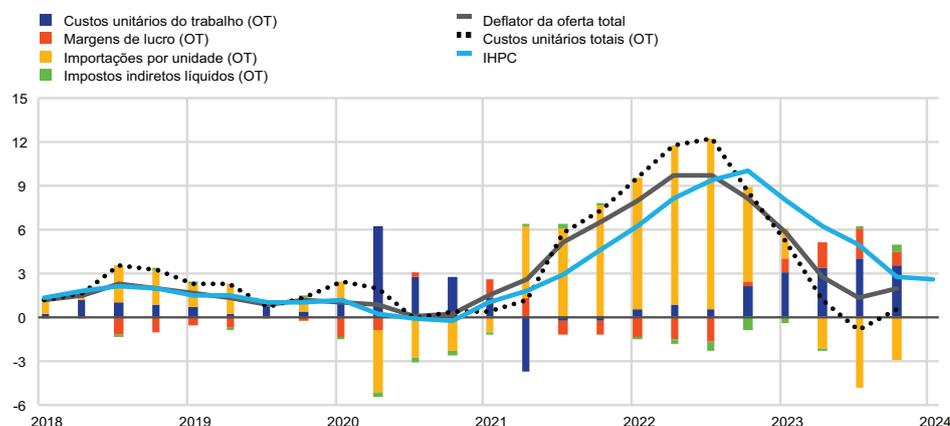
O deflator da oferta total, como indicador aproximado para os preços do produto, aponta para uma ligeira recuperação face ao nível mínimo das pressões gerais sobre os preços na economia da área do euro no segundo semestre de 2023. O crescimento do deflator da oferta total aumentou entre 2021 e meados de 2022, tendo depois diminuído acentuadamente, antes de evidenciar sinais de alguma estabilização no segundo semestre de 2023 (gráfico B, painel a). À semelhança do deflator do PIB (gráfico B, painel b), a evolução do deflator da oferta total pode ser desagregada em componentes. A sua decomposição indica as causas do aumento e da queda das pressões gerais sobre os preços e da sua evolução ao longo do tempo. Sugere que a subida acentuada da inflação foi inicialmente desencadeada por um forte aumento das pressões sobre os preços das importações (fatores de produção). Tal foi seguido, a nível interno, com algum desfasamento e em menor medida, por um aumento dos lucros e, posteriormente, dos custos do trabalho. Esta sequência implica um crescimento positivo das margens de lucro com base no valor acrescentado no momento da subida acentuada da inflação, mas um crescimento negativo com base na oferta total. A mesma sequência é visível para a diminuição das pressões sobre os preços, com uma evolução invertida das margens de lucro. As pressões sobre os preços das importações começaram a diminuir em meados de 2022, e o enfraquecimento das pressões sobre os preços tem sido visível há vários trimestres a nível interno na moderação do crescimento dos lucros, com o desvanecimento das crises pandémica e energética. No quarto trimestre de 2023, o crescimento dos custos unitários do trabalho começou também a diminuir ligeiramente.

Gráfico B

Deflator da oferta total e deflator do PIB

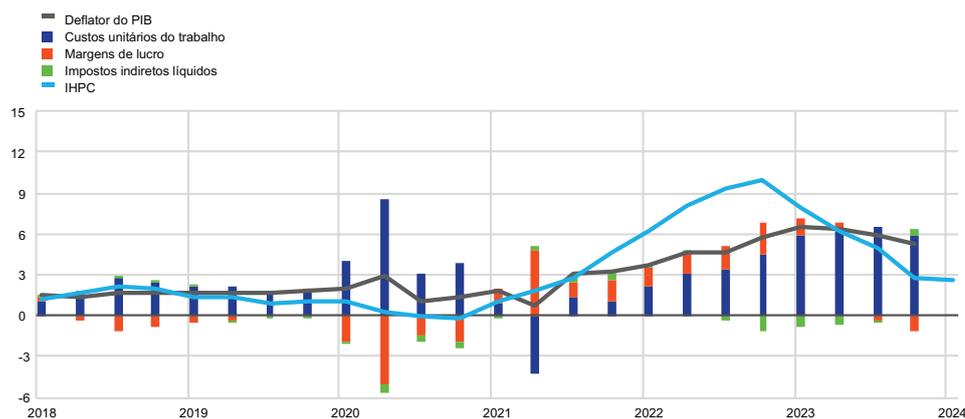
a) Deflator da oferta total

(taxas de variação homólogas (%))



b) Deflator do PIB

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2024 para o IHPC e ao quarto trimestre de 2023 para os outros dados. Painel a): os custos unitários do trabalho (oferta total: OT) e as importações por unidade (OT) são apresentados como contributos em pontos percentuais para os custos unitários totais (OT).

Pode ser calculado um indicador de lucros baseado no produto “genuíno” para uma amostra limitada de países da área do euro e a sua evolução segue, em larga medida, a dos indicadores baseados na oferta total. O indicador das margens de lucro baseado na oferta total pode ser uma aproximação imperfeita para um indicador baseado no produto, se os preços das importações evoluírem de forma muito diferente dos preços de consumo intermédio. As contas nacionais trimestrais da área do euro fornecem informações sobre o produto e o consumo intermédio em seis países da área do euro, representando, em conjunto, 60% do PIB da área do euro⁸. Tal permite uma comparação direta entre os indicadores das margens de lucro baseados, respetivamente, na oferta total e no produto. Para a amostra limitada, os dois indicadores aproximaram-se muito ao longo do tempo e coincidem, em grande medida, nos seus períodos de crescimento positivo e

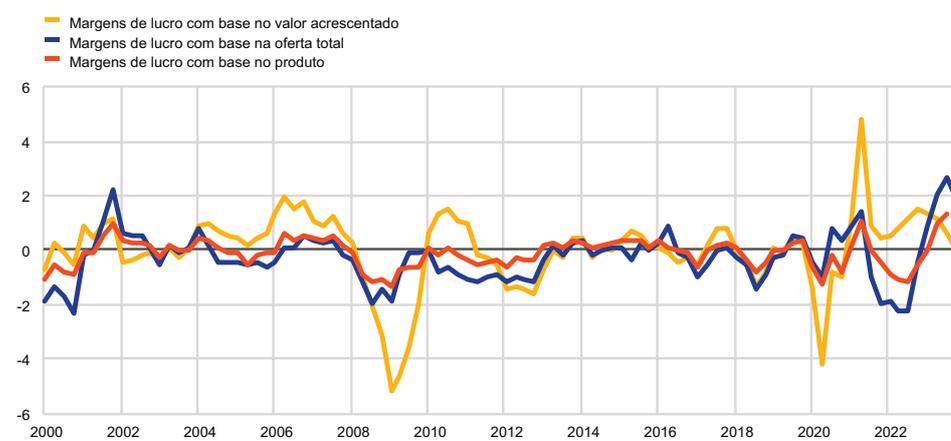
⁸ Estão disponíveis dados sobre o produto e o consumo intermédio para a Alemanha, Estónia, Grécia, França, Países Baixos e Finlândia.

negativo, incluindo no período mais recente⁹. O indicador baseado no produto é ligeiramente menos volátil, o que se pode imputar, em parte, ao facto de os preços dos bens intermédios terem sido recentemente ligeiramente menos voláteis do que os preços dos bens importados. Tal sugere que, para o conjunto da área do euro, o indicador das margens de lucro baseado na oferta total pode ser uma aproximação fiável para um indicador das margens de lucro baseado no produto.

Gráfico C

Taxa de crescimento das margens de lucro com base no valor acrescentado, na oferta total e no produto para uma amostra limitada de países da área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2023 para os indicadores baseados no valor acrescentado e na oferta total e ao terceiro trimestre de 2023 para o indicador baseado no produto. A amostra limitada de países da área do euro inclui a Alemanha, Estónia, Grécia, França, Países Baixos e Finlândia.

Em suma, em períodos de movimentos excecionais de preços dos fatores de produção intermédios, um indicador de lucros baseado na oferta total pode complementar o indicador-padrão de lucros baseado no valor acrescentado.

Numa análise prospetiva, após os desvios relativamente substanciais entre os dois indicadores ao longo dos últimos dois anos, o desvanecimento da evolução excecional dos preços das importações provavelmente conduzirá a um maior realinhamento do crescimento das margens de lucro com base no valor acrescentado e na oferta total em termos de direção e magnitudes positivas/negativas.

⁹ A evolução quer do indicador baseado no valor acrescentado quer do indicador das margens de lucro baseado na oferta total com base na amostra limitada é comparável à do agregado da área do euro (ver o gráfico A).

7 Condições de liquidez e operações de política monetária de 31 de janeiro a 16 de abril de 2024

Por Juliane Kinsele e Vagia Iskaki

A presente caixa descreve as condições de liquidez e as operações de política monetária do Eurosistema durante o primeiro e segundo períodos de manutenção de reservas de 2024. No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 31 de janeiro a 16 de abril de 2024 (o “período em análise”).

A liquidez excedentária média no sistema bancário da área do euro continuou a diminuir durante o período em análise. Esta diminuição ficou a dever-se ao vencimento da sétima operação da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III.7) e a reembolsos antecipados pelos bancos do saldo de outras ORPA direcionadas III em 27 de março de 2024. A cedência de liquidez também diminuiu, devido à descontinuação dos reinvestimentos ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) no início de julho de 2023. Contudo, a menor cedência de liquidez foi parcialmente compensada pela descida contínua dos fatores autónomos líquidos de absorção de liquidez.

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 99,7 mil milhões de euros para 1531,2 mil milhões de euros. Esta redução deveu-se quase na totalidade a uma queda de 98 mil milhões de euros nos fatores autónomos líquidos para 1369,7 mil milhões de euros (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”), que foi induzida tanto por uma diminuição dos fatores autónomos de absorção de liquidez como por um aumento dos fatores autónomos de cedência de liquidez. As reservas mínimas obrigatórias registaram uma descida de 1,7 mil milhões de euros, situando-se em 161,5 mil milhões de euros.

Os fatores autónomos de absorção de liquidez diminuíram 33,7 mil milhões de euros para 2619,7 mil milhões de euros no período em análise, principalmente devido à continuação da queda dos depósitos não relacionados com a política monetária e das notas em circulação. Os depósitos das administrações públicas (ver a secção do quadro A intitulada “Passivo”) caíram, em média, 27,7 mil milhões de euros no período em análise, para 154,6 mil milhões de euros. Esta descida reflete a continuação da normalização do volume global das reservas em numerário detidas pelos Tesouros nacionais no Eurosistema, o que foi igualmente fomentado pelas variações na remuneração dos depósitos das administrações públicas junto do Eurosistema que entraram em vigor em 1 de maio de 2023. Em 16 de abril de 2024, o Conselho do BCE confirmou o limite máximo para a remuneração destes

depósitos à taxa de juro de curto prazo do euro (*euro short-term rate* – €STR), deduzida de um diferencial de 20 pontos base, embora os bancos centrais nacionais possam decidir aplicar uma taxa mais baixa com base em considerações nacionais¹. Outros depósitos não relacionados com a política monetária incluídos em outros fatores autónomos também continuaram a diminuir². A normalização das condições no mercado de operações de reporte, num contexto de redução da escassez de ativos de garantia, também tornou mais atrativa a colocação no mercado de depósitos não relacionados com a política monetária. O valor médio das notas em circulação diminuiu 9,1 mil milhões de euros ao longo do período em análise, para 1544,6 mil milhões de euros, refletindo a continuação da redução do volume de notas detidas observada desde a eliminação gradual das taxas de juro diretoras negativas.

Os fatores autónomos de cedência de liquidez aumentaram 64,1 mil milhões de euros, situando-se em 1250,3 mil milhões de euros. Os ativos líquidos denominados em euros aumentaram 29,3 mil milhões de euros no período em análise, em grande parte devido à continuação da queda das responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros. Por sua vez, esta evolução reflete o ajustamento das estratégias de gestão de tesouraria dos clientes dos serviços de gestão de reservas do Eurosistema, observado desde que a remuneração dos depósitos detidos ao abrigo deste quadro de serviços para a €STR deduzida de 20 pontos base entrou em vigor em 1 de maio de 2023, tendo sido confirmada como tal em 16 de abril de 2024³. As disponibilidades líquidas sobre o exterior aumentaram 34,8 mil milhões de euros, principalmente devido à reavaliação, no segundo período de manutenção de reservas, de determinados ativos de reserva, que aumentaram 29,0 mil milhões de euros. No entanto, este aumento foi contrabalançado por ajustamentos de reavaliação incluídos em outros fatores autónomos.

O quadro A apresenta uma panorâmica dos fatores autónomos referidos acima e respetivas variações⁴.

¹ Ver o comunicado do BCE, de 17 de abril de 2024, intitulado [ECB confirms remuneration ceiling for euro area government deposits and adjusts remuneration of other non-monetary policy deposits](#).

² Em termos líquidos, porém, outros fatores autónomos aumentaram ligeiramente, em resultado de menores depósitos não relacionados com a política monetária e de contas de reavaliação mais elevadas.

³ Ver nota de rodapé 1.

⁴ Para mais pormenores sobre os fatores autónomos, ver o artigo intitulado [A gestão de liquidez do BCE](#), *Boletim Mensal*, BCE, maio de 2002.

Quadro A

Condições de liquidez do Eurosistema

Passivo

(médias; em mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 31 de janeiro de 2024 a 16 de abril de 2024						Período em análise anterior: 1 de novembro de 2023 a 30 de janeiro de 2024	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 31 de janeiro a 12 de março de 2024		Segundo período de manutenção: 13 de março a 16 de abril de 2024		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Fatores autónomos de absorção de liquidez	2 619,7	(-33,7)	2 620,9	(-29,4)	2 618,3	(-2,6)	2 653,5	(-67,1)
Notas em circulação	1 544,6	(-9,1)	1 543,2	(-13,5)	1 546,3	(+3,0)	1 553,7	(-6,1)
Depósitos das administrações públicas	154,6	(-27,7)	168,5	(+0,1)	137,8	(-30,7)	182,3	(-40,3)
Outros fatores autónomos (líquidos) ¹⁾	920,6	(+3,1)	909,2	(-16,0)	934,3	(+25,1)	917,5	(-20,7)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	7,0	(-1,1)	7,2	(-0,9)	6,8	(-0,5)	8,1	(-1,4)
Reservas mínimas obrigatórias²⁾	161,5	(-1,7)	161,4	(-1,0)	161,6	(+0,2)	163,2	(-1,8)
Facilidade permanente de depósito	3 421,3	(-99,1)	3 490,9	(+3,5)	3 337,9	(-153,0)	3 520,5	(-94,6)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de 0,1 mil milhões de euros mais próximo. Os valores entre parênteses denotam as variações face ao período em análise ou de manutenção anterior.

1) Corresponde à soma de contas de reavaliação, outros créditos e responsabilidades de residentes na área do euro, e 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: 31 de janeiro de 2024 a 16 de abril de 2024						Período em análise anterior: 1 de novembro de 2023 a 30 de janeiro de 2024	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 31 de janeiro a 12 de março de 2024		Segundo período de manutenção: 13 de março a 16 de abril de 2024		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Fatores autónomos de cedência de liquidez	1 250,3	(+64,1)	1 232,1	(+14,4)	1 272,1	(+40,0)	1 186,2	(+35,4)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	979,6	(+34,8)	966,5	(+8,1)	995,4	(+29,0)	944,8	(+17,3)
Ativos líquidos denominados em euros	270,7	(+29,3)	265,6	(+6,3)	276,7	(+11,1)	241,4	(+18,1)
Instrumentos de política monetária	4 959,5	(-199,9)	5 048,5	(-42,4)	4 852,6	(-195,9)	5 159,4	(-200,0)
Operações de mercado aberto	4 959,5	(-199,9)	5 048,5	(-42,4)	4 852,6	(-195,9)	5 159,4	(-200,0)
Operações de crédito	334,0	(-123,5)	402,1	(-2,0)	252,2	(-149,9)	457,4	(-110,8)
OPR	3,9	(-3,7)	4,8	(-3,1)	2,8	(-2,0)	7,6	(+0,8)
ORPA com prazo de 3 meses	6,4	(+2,0)	5,0	(+1,1)	7,9	(+2,9)	4,4	(-3,8)
ORPA direcionadas III	323,7	(-121,8)	392,3	(+0,0)	241,5	(-150,8)	445,5	(-107,8)
Carteiras definitivas ¹⁾	4 625,5	(-76,5)	4 646,4	(-40,4)	4 600,4	(-46,0)	4 702,0	(-89,3)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de 0,1 mil milhões de euros mais próximo. Os valores entre parênteses denotam as variações face ao período em análise ou de manutenção anterior. "OPR" designa operações principais de refinanciamento, "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: 31 de janeiro de 2024 a 16 de abril de 2024				Período em análise anterior: 1 de novembro de 2023 a 30 de janeiro de 2024			
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 31 de janeiro a 12 de março de 2024	Segundo período de manutenção: 13 de março a 16 de abril de 2024	Sétimo e oitavo períodos de manutenção			
Necessidades de liquidez em termos agregados ¹⁾	1 531,2	(-99,7)	1 550,4	(-45,1)	1 508,1	(-42,3)	1 630,9	(-104,1)
Fatores autónomos líquidos ²⁾	1 369,7	(-98,0)	1 389,0	(-44,1)	1 346,5	(-42,6)	1 467,7	(-102,3)
Liquidez excedentária ³⁾	3 428,3	(-100,2)	3 498,1	(+2,7)	3 344,7	(-153,4)	3 528,5	(-96,0)

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 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: 31 de janeiro de 2024 a 16 de abril de 2024		Período em análise anterior: 1 de novembro de 2023 a 30 de janeiro de 2024					
	Primeiro período de manutenção: 31 de janeiro a 12 de março de 2024		Segundo período de manutenção: 13 de março a 16 de abril de 2024		Sétimo período de manutenção		Oitavo período de manutenção	
OPR	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Facilidade permanente de depósito	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR	3,907	(+0,006)	3,908	(+0,001)	3,903	(+0,00)	3,901	(-0,001)
RepoFunds rate do euro	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)	3,945	(+0,019)	3,905	(-0,040)

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 199,9 mil milhões de euros, passando para 4959,5 mil milhões de euros durante o período em análise (gráfico A). A redução da

liquidez deveu-se principalmente à diminuição em curso dos montantes fornecidos através de operações de crédito.

O montante médio de liquidez cedida através de operações de crédito caiu 123,5 mil milhões de euros, para 334 mil milhões de euros, durante o período em análise. Esta queda reflete, em grande medida, a diminuição do saldo das ORPA direcionadas III, devido ao vencimento da sétima operação ao abrigo das ORPA direcionadas III (215,4 mil milhões de euros) e de reembolsos antecipados de outros fundos obtidos nas ORPA direcionadas no montante de 35,8 mil milhões de euros em 27 de março de 2024. Simultaneamente, o saldo das operações de refinanciamento convencionais do Eurosistema – operações principais de refinanciamento (OPR) e operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA)

com prazo de 3 meses – diminuiu ligeiramente, o que se deveu, em grande medida, a uma descida média nas OPR de 3,7 mil milhões de euros, enquanto as ORPA com prazo de 3 meses aumentaram 2 mil milhões de euros. A participação limitada dos bancos nestas operações e a sua capacidade de reembolso de fundos consideráveis obtidos nas ORPA direcionadas sem a mudança para operações de refinanciamento regulares refletem as respetivas posições de liquidez confortáveis, em termos agregados, e a disponibilidade de fontes de financiamento alternativas a taxas atrativas.

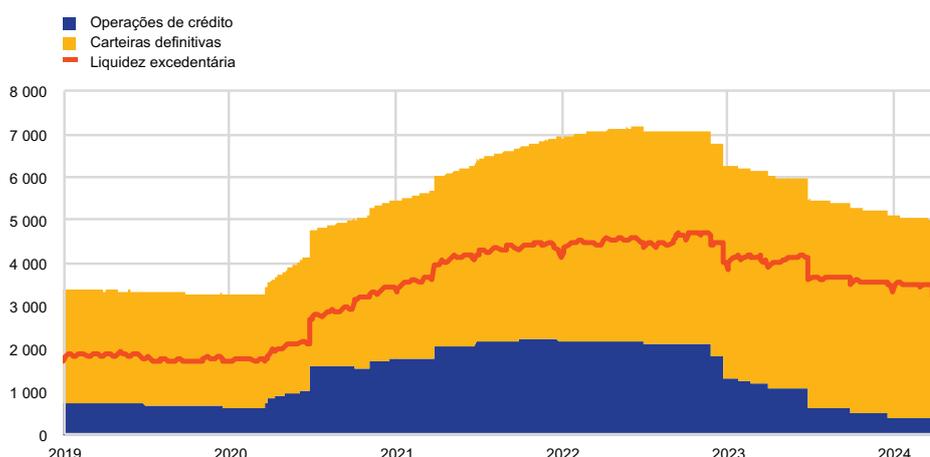
O montante médio de liquidez cedida através de detenções de carteiras definitivas diminuiu 76,5 mil milhões de euros durante o período em análise.

Esta diminuição deveu-se ao fim do reinvestimento total dos pagamentos de capital dos títulos vencidos ao abrigo do APP desde 1 de julho de 2023. No contexto do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica, os pagamentos de capital dos títulos vencidos foram integralmente reinvestidos, uma vez que as aquisições líquidas foram descontinuadas no final de março de 2022^{5,6}.

Gráfico A

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

(em mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 16 de abril de 2024.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária média diminuiu 100,2 mil milhões de euros, atingindo 3428,3 mil milhões de euros durante o período em análise (gráfico A). A liquidez excedentária corresponde à soma das reservas dos bancos que ultrapassam as

⁵ 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.

⁶ Em dezembro de 2023 foi anunciado que, no segundo semestre de 2024, o BCE pretende reinvestir apenas parcialmente os pagamentos de capital decorrentes do vencimento de valores mobiliários comprados ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica.

reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente de depósito, menos o recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez. Reflete a diferença entre a liquidez total cedida ao sistema bancário e as necessidades de liquidez dos bancos para cobrir as reservas mínimas. 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 dos fundos das ORPA direcionadas III, tendo a descontinuação dos reinvestimentos no âmbito do APP também contribuído para esta queda desde julho de 2023.

Evolução das taxas de juro

O Conselho do BCE manteve as três taxas de juro diretoras do BCE

inalteradas durante o 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 mantiveram-se em 4,00%, 4,50% e 4,75%, respetivamente.

A média da €STR esteve 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 9,2 pontos base abaixo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito ao longo do período em análise, ou seja, ligeiramente superior ao diferencial médio 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 significativo na €STR.

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.

Em média, a *repo rate* situou-se 4,9 pontos base abaixo da taxa de juro aplicada à facilidade permanente de depósito no período em análise, tendo aumentado cerca de 2,5 pontos base em comparação com o período anterior. Esta evolução reflete a inversão contínua de fatores que têm exercido uma pressão em sentido descendente nas *repo rates* desde o último trimestre de 2023. Aqui incluem-se a reavaliação das expectativas quanto às taxas de juro, que incentiva os intermediários financeiros a aceitarem posições longas em obrigações financiadas por operações de reporte, bem como a maior disponibilidade de ativos de garantia, num contexto de diminuição dos ativos detidos ao abrigo do APP e da libertação de ativos de garantia mobilizados após o vencimento das ORPA direcionadas.

8 Risco de crédito e condições de concessão de crédito bancário

Por Francesca Barbiero e Maria Dimou

O risco de crédito tem vindo a aumentar gradualmente nos últimos trimestres, mas não atingiu os níveis de deterioração implícitos nas principais medidas do risco de crédito bancário com base em regularidades históricas, considerando as fracas perspetivas económicas para a área do euro, as taxas de juro mais elevadas e o número crescente de falências. Tanto os rácios de créditos não produtivos como as medidas mais abrangentes do risco de crédito, tais como pagamentos em atraso até 90 dias e empréstimos com aumento significativo do risco de crédito (patamar 2), têm vindo a aumentar de forma constante nos últimos trimestres, com alguma heterogeneidade entre países resultante, por exemplo, de diferentes exposições a setores mais sensíveis às taxas de juro, como o imobiliário comercial. No entanto, o aumento manteve-se globalmente contido¹. Além disso, as probabilidades de incumprimento das posições em risco nos balanços dos bancos quase não subiram desde o início do recente ciclo de maior restritividade da política monetária, não obstante o aumento dos encargos com as taxas de juro e a deterioração das perspetivas económicas². Em geral, a frequência de incumprimento reportada situa-se abaixo dos níveis que poderiam ser esperados com base nas regularidades históricas, tendo em conta as atuais perspetivas macroeconómicas³.

Parte da evolução benigna do risco de crédito nos balanços dos bancos pode dever-se ao facto de, desde o início do ciclo mais restritivo, os bancos terem redirecionado ativamente as respetivas carteiras para ativos de menor risco (gráfico A). Analisando as carteiras de empréstimos bancários às empresas a partir do final de 2021, tal como reportado na AnaCredit, responsável pelo registo de responsabilidades de crédito na área do euro, ocorreu, de facto, uma deterioração da capacidade de endividamento dos mutuários, refletindo provavelmente maiores encargos com taxas de juro e o enfraquecimento gradual das condições macroeconómicas (gráfico A, barras a amarelo). Seria exetável que tal tivesse resultado numa deterioração acentuada das carteiras de empréstimos dos bancos. No entanto, para além da contração generalizada da oferta de crédito desde que a política monetária se começou a tornar mais restritiva, os bancos têm vindo a transferir seletivamente a concessão de crédito para contrapartes de menor risco nas suas carteiras de empréstimos às empresas (gráfico A, barras a azul). Este reequilíbrio mais do que compensou a deterioração passiva da qualidade das posições em risco dos bancos decorrente de alterações na capacidade de endividamento das contrapartes preexistentes. Assim, o peso dos empréstimos com menor risco nas carteiras de empréstimos às empresas (gráfico A, círculos

¹ Ver, por exemplo, as séries sobre [créditos não produtivos](#) e empréstimos no [patamar 2](#) nas estatísticas bancárias para fins de supervisão elaboradas pelo BCE.

² Ver, por exemplo, a caixa intitulada [Corporate vulnerabilities as reported by firms in the SAFE](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2024.

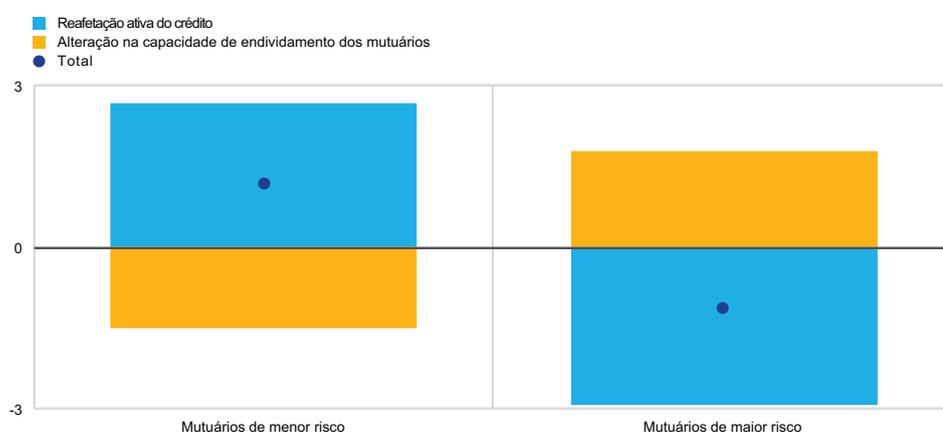
³ Ver também af Jochnick, Kerstin [The single supervisor ten years on: experience and way forward](#), *LBBW Fixed Income Forum*, Frankfurt, 13 de março de 2024, e [Euro area banking sector](#), *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2024.

a azul) aumentou efetivamente, levando a uma deterioração inferior ao esperado da qualidade global dos empréstimos em dívida. Tal é também consistente com o aumento da aversão ao risco reportado pelos bancos no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro (*Bank Lending Survey – BLS*) desde o início do ciclo de maior restritividade, em paralelo com uma maior perceção do risco⁴. O impacto do facto de ativos de menor risco e potencialmente mais líquidos serem considerados mais atrativos também foi alargado aos bancos que procuram reequilibrar os ativos preferindo títulos a empréstimos, padrão que reflete, em grande medida, a atividade de titularização⁵.

Gráfico A

Decomposição da evolução das carteiras de empréstimos bancários a empresas entre o quarto trimestre de 2021 e o quarto trimestre de 2023

(variação do peso do volume de crédito e contributos, em pontos percentuais)



Fontes: BCE (AnaCredit) e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico mostra a variação trimestral acumulada da percentagem de empréstimos pertencentes a cada categoria de mutuários entre o primeiro trimestre de 2022 e o quarto trimestre de 2023. As categorias de mutuários refletem o mapeamento entre as taxas de incumprimento observadas e as notações fornecidas pelas agências de notação de crédito. "Mutuários de menor risco" inclui mutuários com uma probabilidade de incumprimento até 5%. "Mutuários de maior risco" inclui mutuários com uma probabilidade de incumprimento superior a 5%. Os cálculos baseiam-se nos saldos de empréstimos concedidos por bancos da área do euro a residentes na área do euro. As definições estão de acordo com o Regulamento BCE/2021/2. As barras a azul representam a acumulação de variações trimestrais nas percentagens de empréstimos dentro de cada categoria, calculadas com a aplicação das probabilidades de incumprimento observadas no trimestre anterior.

A preferência por ativos de menor risco nas carteiras dos bancos poderia refletir as tentativas por parte destes de conter o custo do risco de crédito, evitando um aumento mais acentuado das provisões para perdas com empréstimos e medidas mais abrangentes do risco de crédito. Após ter atingido níveis históricos na sequência da crise financeira mundial e da crise da dívida soberana, o custo do risco de crédito permaneceu contido nos últimos anos (gráfico B, área a verde)⁶. Devido ao aumento da pressão prudencial, os bancos envidaram esforços dispendiosos para sanear os seus balanços e enfrentaram um escrutínio contínuo das suas práticas de gestão do risco. Os custos relacionados com o risco de crédito, conjugados com outras ineficiências operacionais, contribuíram para os baixos níveis de rentabilidade, para o elevado

⁴ Ver [The euro area bank lending survey – first quarter of 2024](#), BCE, abril de 2024.

⁵ A preferência por títulos para reequilibrar os ativos dos bancos demonstrada a partir do final de 2021 não esteve associada a alterações do perfil de risco global das carteiras de empréstimos.

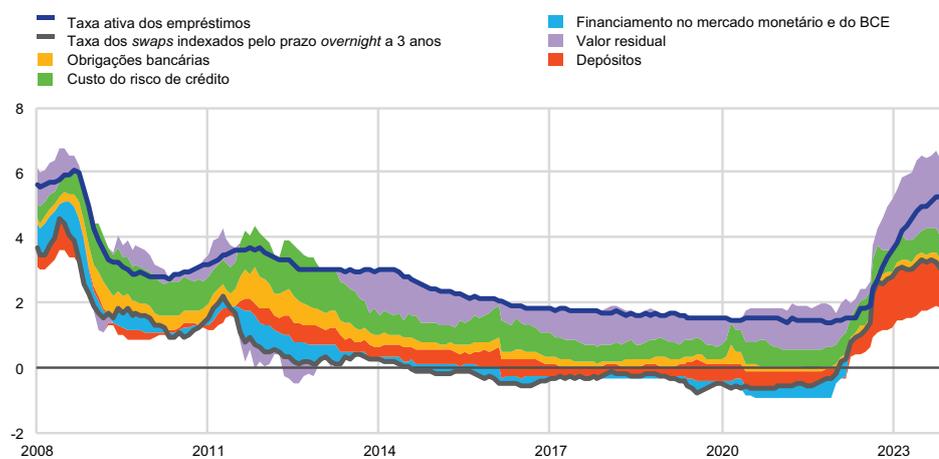
⁶ Neste contexto, o custo do risco de crédito é a soma dos requisitos de fundos próprios e as perdas (de crédito) esperadas.

custo do capital próprio e para a ausência de distribuições de capital nos anos anteriores ao recente ciclo de maior restritividade, especialmente durante as crises anteriores. Por conseguinte, atitudes pronunciadas de aversão ao risco estariam em consonância com os esforços dos bancos para manter os custos do risco de crédito baixos a fim de atingirem níveis de rentabilidade que lhes permitiriam continuar a distribuir capital aos seus investidores⁷. Atualmente, em resultado destas estratégias bancárias de adaptação, as provisões para perdas com empréstimos e as medidas mais abrangentes de risco de crédito permanecem contidas, apesar de existir um renovado controlo por parte das autoridades de supervisão e dos mercados. Pela mesma razão, as provisões para perdas com empréstimos e as medidas do risco de crédito nos balanços dos bancos perderam parcialmente a sua capacidade para refletir plenamente o nível em que a maior restritividade da política monetária tem vindo a afetar as empresas e as famílias. Tal sugere ser necessária uma visão mais holística da transmissão da política monetária à economia real. Provavelmente também reflete o facto de os balanços das empresas e das famílias se encontrarem numa situação favorável no início do ciclo de maior restritividade, o que, em conjunto com a forte rentabilidade e o emprego, pode ter evitado uma maior deterioração da capacidade de endividamento.

Gráfico B

Taxa ativa dos empréstimos a sociedades não financeiras e respetivas componentes

(percentagens por ano)



Fontes: BCE (rubricas do balanço, estatísticas de taxas de juro das IFM), Bloomberg, Moody's e cálculos do BCE.

Notas: Este gráfico decompõe a taxa ativa observada cobrada a sociedades não financeiras (linha a azul) em contributos das componentes dos custos bancários. O valor residual entre a taxa ativa observada e as várias componentes de custos identifica uma medida da margem de intermediação. Os custos dos depósitos, das obrigações bancárias e do financiamento obtido junto do mercado monetário e do BCE são expressos em diferenciais face à taxa de base, ou seja, a taxa dos swaps indexados pelo prazo *overnight* a 3 anos (linha a preto), ponderada pela respetiva importância nas combinações de financiamento dos bancos. As últimas observações referem-se a dezembro de 2023.

Os dados empíricos sugerem que os bancos se tornaram mais prudentes na concessão de crédito devido a considerações regulamentares e prudenciais (gráfico C, painel a).

O controlo reforçado da supervisão obriga os bancos a adotar uma posição mais avessa ao risco nas suas atividades de concessão de crédito⁸.

⁷ Ver a caixa intitulada [Distribuições de capital dos bancos e implicações para a política monetária](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2023.

⁸ Altavilla, C., Boucinha, M., Peydró, J. L., e Smets, F., [Banking supervision, monetary policy and risk taking: big data evidence from 15 credit registers](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2349, BCE, janeiro de 2020.

À medida que as pressões regulamentares aumentam, os bancos ficam cada vez mais motivados para cumprir as normas de adequação dos fundos próprios e atenuar a sua exposição a ativos de risco. Consequentemente, os bancos redirecionam estrategicamente o crédito para mutuários ou ativos de menor risco, a fim de cumprirem os requisitos regulamentares e prudenciais e de evitarem aumentos injustificados de provisões para perdas com empréstimos que viessem a ser necessárias posteriormente. O papel da pressão regulamentar e de supervisão é captado através das respostas dos bancos à pergunta do BLS sobre o impacto das medidas de supervisão ou regulamentares sobre os critérios de concessão de crédito nos 12 meses anteriores. Uma análise empírica sugere que os bancos que reportaram um impacto mais restritivo de medidas de supervisão ou regulamentares reduziram significativamente a concessão de empréstimos a mutuários de maior risco em comparação com a concessão de empréstimos a mutuários de menor risco ao longo do horizonte considerado⁹. Mais especificamente, um banco que tenha aplicado critérios de concessão de crédito mais restritivos devido à pressão regulamentar e de supervisão na mesma medida que o banco médio entre 2021 e 2023 (percentagem líquida acumulada de 20%), reduziu o crédito concedido a mutuários de maior risco em 3 pontos percentuais, o que compara com uma diminuição global de 9,8% do volume de crédito para a amostra de mutuários de maior risco ao longo do horizonte considerado. Tal justifica a hipótese de que os bancos podem ter sido prudentes na sua concessão de crédito a mutuários com fracas perspetivas de reembolso devido ao atual escrutínio das autoridades prudenciais, não obstante outros fatores, como a menor procura de crédito, poderem também ter desempenhado um papel importante para estes mutuários.

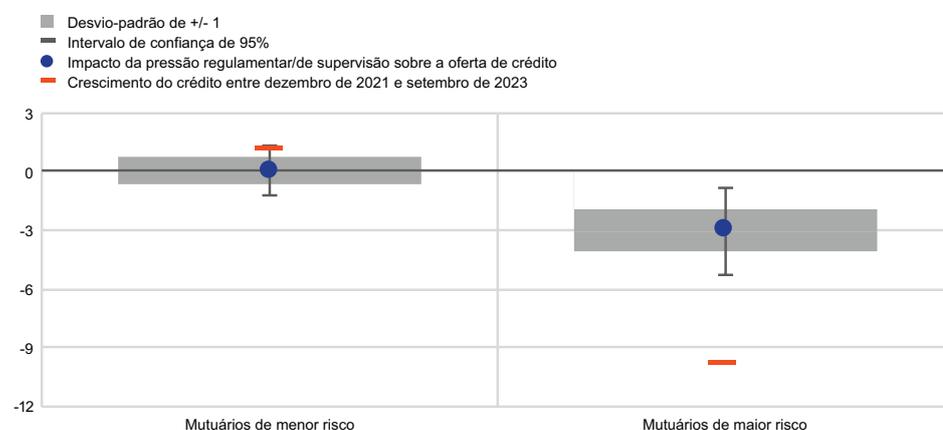
⁹ Para testar explicações alternativas que possam estar a sustentar o comportamento dos bancos no que se refere ao risco de crédito, construímos um conjunto de dados sobre bancos-empresas, estabelecendo uma ligação entre a AnaCredit e as respostas individuais dos bancos ao BLS, juntamente com as posições do balanço das estatísticas de rubricas do balanço individuais. Concentrámo-nos na variação do volume de crédito a nível do par banco-empresa entre dezembro de 2021, antes do ciclo de maior restritividade, e setembro de 2023. A fim de caracterizar os fatores que afetaram a variação na concessão relativa de crédito a mutuários previamente de menor ou maior risco ao longo deste período, adotámos uma abordagem empírica padrão que nos permitiu incluir empresas com um único banco na identificação de choques na oferta de crédito bancário, assumindo que os choques afetam de forma semelhante empresas com o mesmo setor, localização e dimensão (ver Degryse, H., De Jonghe, O., Jakovljević, S., Mulier, K., e Schepens, G., "Identifying credit supply shocks with bank-firm data: Methods and applications", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 40, outubro de 2019). Especificámos depois um modelo de regressão intersetorial, em que incluímos variáveis de controlo dos bancos e empresas, tais como a dimensão do banco e a idade da empresa, bem como os efeitos fixos em termos de setor, localização e dimensão, tal como acima descrito.

Gráfico C

Dados empíricos dos fatores subjacentes à afetação da oferta de crédito

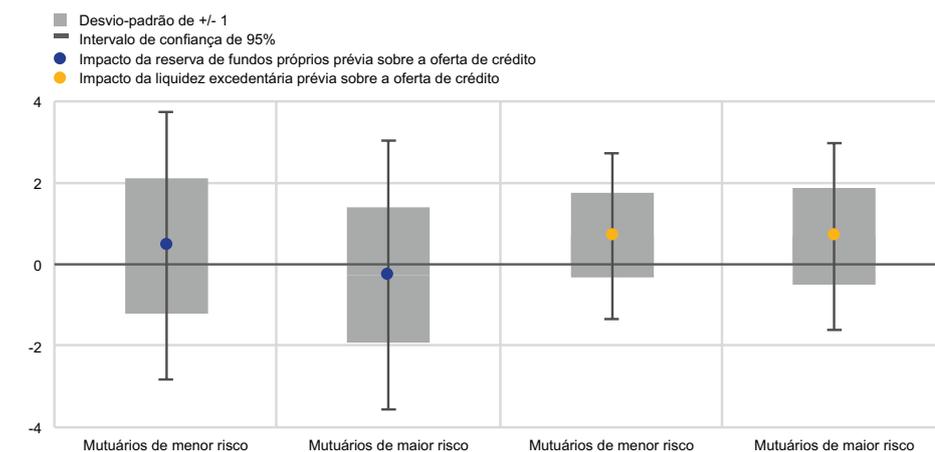
a) Impacto da pressão regulamentar/de supervisão

(pontos percentuais, volumes de crédito prévios)



b) Impacto das reservas de fundos próprios e da liquidez excedentária prévias

(pontos percentuais, volumes de crédito prévios)



Fontes: BCE (rubricas específicas do balanço, AnaCredit), BLS, informação para fins de supervisão do BCE e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico mostra os coeficientes da regressão: $Crescimento\ do\ crédito_{b,f} = \beta^1\ Menor\ risco_t \times X_b + \beta^2\ Maior\ risco_t \times X_b + Y_b + Z_t + Y_{LS} + \epsilon_{b,f}$, em que $Crescimento\ do\ crédito_{b,f}$ é a variação (logarítmica) do volume de crédito a nível banco-empresa entre dezembro de 2021 e setembro de 2023. $Menor\ risco_t$ e $Maior\ risco_t$ são variáveis artificiais (*dummy*) complementares iguais a 1 se a probabilidade de incumprimento prévia do mutuário for superior (inferior) a 5%, respetivamente.

X_b é uma variável igual a 1 se as medidas de supervisão ou regulamentares nos 12 meses anteriores tiverem tido um impacto mais restritivo nos critérios de concessão de crédito (painel a) ou na reserva de fundos próprios prévia ou no rácio da liquidez excedentária em relação ao ativo (painel b). A regressão inclui controlos para os bancos e as empresas (Y_b e Z_t), tais como a dimensão do banco e a idade da empresa, bem como efeitos fixos em termos de setor, localização e dimensão (Y_{LS}). Os erros-padrão são agrupados a nível dos bancos. Os coeficientes são redimensionados com base no aumento líquido acumulado da restritividade dos critérios de concessão de crédito devido a pressão regulamentar/de supervisão no período entre 2021 e 2023, calculados como uma média em todos os empréstimos às pequenas e médias empresas e às grandes empresas, tal como reportado no BLS.

Em contraste, a robustez dos balanços dos bancos e a capacidade de absorção antes do ciclo de restritividade não parecem ter afetado significativamente a afetação qualitativa do crédito (gráfico C, painel b).

Amplas reservas de fundos próprios e de liquidez afetam a forma como a política monetária é transmitida e podem interagir com a gestão do risco de crédito dos bancos¹⁰. No início do recente ciclo de maior restritividade, os bancos detinham elevados níveis de liquidez e as suas reservas de fundos próprios excediam significativamente os requisitos regulamentares. Tal resultou de anos de rigoroso controlo regulamentar e de supervisão, que tornaram o sistema bancário da área do euro mais resiliente a choques como a turbulência sentida pelos bancos em março de 2023. Contudo, os níveis prévios de reservas de fundos próprios e rácios de liquidez excedentária não parecem ser significativos na explicação da mudança no redirecionamento do crédito para mutuários de menor ou maior risco ao longo do ciclo de restritividade, enquanto a pressão regulamentar e de supervisão parece desempenhar um papel significativo, como atrás discutido.

¹⁰ Em particular, seria de esperar que o redirecionamento do crédito de mutuários de maior risco para mutuários de menor risco fosse menos prevalente entre os bancos com níveis mais elevados de fundos próprios e liquidez excedentária, em consonância com Gambacorta, L. e Shin, H.S., "Why bank capital matters for monetary policy", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 35, julho de 2018, pp. 17-29.

© Banco Central Europeu, 2024

Endereço postal 60640 Frankfurt am Main, Alemanha
Telefone +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

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

As traduções são elaboradas e publicadas pelos bancos centrais nacionais.

Para obter terminologia específica, por favor consulte o [Glossário do BCE](#) (disponível apenas em língua inglesa).

ISSN 2363-3530 (pdf)
N.º de catálogo da UE QB-BP-24-004-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep